



HANDBOEK
CORPORATE GOVERNANCE
EDITIE 2013

INHOUDSOPGAVE

INLEIDING

DEEL I: RECHTEN VAN AANDEELHOUDERS IN NEDERLAND

I.1 Overzicht van rechten van aandeelhouders

I.2 Handvatten voor deelnemers van Eumedion voor de beoordeling van agendapunten van een algemene vergadering

DEEL II: VERANTWOORDELIJKHEDEN VAN AANDEELHOUDERS IN NEDERLAND

II.1 Overzicht van verantwoordelijkheden voor (bepaalde) aandeelhouders

II.2 Eumedion Best practices voor betrokken aandeelhouderschap

II.3 Het uitlenen van aandelen of andere effecten (securities lending)

II.4 Acting in concert

DEEL III: PRAKTISCHE ZAKEN

III.1 Praktische zaken betreffende het uitoefenen van het stemrecht

DEEL IV: OVER EUMEDION

BIJLAGE I: EUMEDION UITGANGSPUNTEN VERANWOORD BEZOLDIGINGSBELEID VOOR HET BESTUUR VAN NEDERLANDSE BEURSVENNOOTSCHAPPEN

BIJLAGE II: EUMEDION-AANBEVELINGEN INZAKE DE DELEGATIE VAN EMISSIEBEVOEGDHEID

BIJLAGE III: EUMEDION-AANBEVELINGEN INZAKE DE MACTIGING TOT INKOOP VAN EIGEN AANDELEN EN INZAKE DE VERANTWOORDING VAN HET DIVIDENDBELEID

BIJLAGE IV: EUMEDION HANDVATTEN VOOR DE INHOUD VAN DE TOELICHTING OP DE VOORDRACHT VOOR BENOEMING OF HERBENOEMING VAN DE EXTERNE ACCOUNTANT

BIJLAGE V: EUMEDION BEST PRACTICES VOOR BETROKKEN AANDEELHOUDERSCHAP BIJLAGE

BIJLAGE VI: ICGN SECURITIES LENDING CODE OF BEST PRACTICE

INLEIDING

Institutionele beleggers voelen de laatste jaren een toenemende verantwoordelijkheid om gebruik te maken van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen die zij houden. Dit verantwoordelijkheidsbesef is toegenomen als gevolg van de wettelijke versterking van de positie van de algemene vergadering door de toekenning van een aantal nieuwe rechten in 2004 en van de wettelijke verankering van de Nederlandse corporate governance code in datzelfde jaar. De uitbreiding van de bevoegdheden van de aandeelhouders werd goeddeels ingegeven door het streven van zowel de wetgever als de Commissie Tabaksblat om het vertrouwen van beleggers in het bestuur van en het toezicht op de beursvennootschappen te herstellen. Dit vertrouwen was kort na de millenniumwisseling beschadigd door een aantal geruchtmakende boekhoudaffaires en faillissementen. De versterking van de positie van de algemene vergadering was volgens de commissie corporate governance en de wetgever een noodzakelijke voorwaarde om de *checks and balances* binnen de beursvennootschappen te verbeteren, teneinde het risico op nieuwe schandalen te verminderen. Nederland was overigens niet het enige land waar de positie van de aandeelhouder in de afgelopen jaren is versterkt; dit gebeurde ook in een groot aantal andere landen.

Vanuit de gedachte dat de wereldwijd opererende institutionele beleggers het merendeel van de aandelen van beursvennootschappen houden en andermans geld beheren, wordt vooral van deze categorie beleggers een actievere en betrokken rol verwacht. In de woorden van de Commissie Tabaksblat dienen institutionele beleggers primair te handelen in het belang van hun achterliggende begunstigden en hebben zij een “verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursvennootschappen”. Ter codificatie van de bestaande best practices voor institutionele beleggers op het terrein van corporate governance, is in de Code Tabaksblat een speciale paragraaf over institutionele beleggers opgenomen. Institutionele beleggers dienen volgens de code een beleid te hebben aangaande het uitoefenen van stemrecht in vennootschappen waarin zij beleggen. Voorts dienen zij verslag te doen van de uitvoering van dat beleid en van het concrete stemgedrag op de algemene vergaderingen. De wetgever heeft deze plichten onderstreept door in de Wet op het financieel toezicht (Wft) de zogenoemde ‘pas toe of leg uit’-regel voor institutionele beleggers te verankeren. Iedere institutionele belegger met zetel in Nederland is vanaf boekjaar 2007 wettelijk verplicht mededeling te doen over de naleving van de principes en best practice bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code die op hem van toepassing zijn. De introductie van deze wettelijke plicht hangt ook samen met de toenemende maatschappelijke aandacht voor de vraag op welke wijze aandeelhouders, en dus ook institutionele beleggers, met de hen toebedeelde rechten omgaan. Welke verantwoordelijkheden hebben aandeelhouders?

Eumedion ziet het als één van haar taken om de bij haar aangesloten institutionele beleggers te ondersteunen bij het ontwikkelen en het ten uitvoer brengen van het stembeleid, alsmede bij het afleggen van verantwoording over de tenuitvoerlegging van het beleid. Eumedion heeft daar in de afgelopen jaren al aan bijgedragen door het verschaffen van aanbevelingen aan de bij haar aangesloten institutionele beleggers. Deze aanbevelingen zijn opgenomen in de publicaties 'Aanbevelingen delegatie emissiemachtiging' (januari 2008), 'Aanbevelingen inzake de machtiging tot inkoop van eigen aandelen en inzake de verantwoording over het dividendbeleid' (juli 2008), 'Uitgangspunten verantwoord bezoldigingsbeleid van het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen' (oktober 2009, gewijzigd in 2011 en 2012), 'Best practices voor betrokken aandeelhouderschap' (juni 2011) en 'Handvatten voor de inhoud van de toelichting op de voordracht voor benoeming of herbenoeming externe accountant' (oktober 2011). Deze publicaties zijn in dit Handboek Corporate Governance 2013 gebundeld, zodat op één plek alle relevante informatie voor het ontwikkelen en het ter uitvoer brengen van een stembeleid is te vinden.

Leeswijzer

Dit handboek biedt de bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers een leidraad voor het participeren in en stemmen op de algemene vergaderingen van de Nederlandse beursvennootschappen. De versie van dit handboek vervangt de versie uit 2010. De eerste versie werd in 2004 door de voorganger van Eumedion, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, uitgegeven.

Het handboek is opgebouwd uit drie delen. Het eerste deel bevat een overzicht van de *rechten* van aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen. Dit deel geeft per (standaard)agendapunt van een algemene vergadering een aantal toetspunten dan wel aanbevelingen die bij de bepaling van het stemgedrag alsmede bij het stellen van vragen tijdens de algemene vergadering kunnen worden betrokken. Het tweede deel bevat een overzicht van de *verantwoordelijkheden* van aandeelhouders en dan met name van institutionele beleggers die beleggen in Nederlandse beursvennootschappen. Het derde deel bevat een aantal aanbevelingen over de organisatie van de algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen en enkele praktische aspecten van het uitbrengen van een stem op een algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen.

Eumedion hoopt dat deze nieuwe versie van het Handboek Corporate Governance een bijdrage zal leveren aan een verdere professionalisering en verdieping van het stembeleid van institutionele beleggers. De tekst van het handboek is afgesloten op 13 december 2012 en zal regelmatig worden geactualiseerd, onder meer aan de hand van nieuwe wet- en regelgeving en *best practices*.

De tekst in dit handboek is met de grootst mogelijke zorgvuldigheid opgesteld. Wij kunnen echter geen garantie geven dat de informatie die in dit handboek is vervat op de datum waarop zij wordt ontvangen nog juist is of dat in de toekomst blijft. Eumedion kan daarom niet verantwoordelijk worden gesteld voor beslissingen die worden genomen op grond van de informatie in dit handboek

DEEL I: RECHTEN VAN AANDEELHOUDERS

I.1 Overzicht van rechten van aandeelhouders

Volgens de Nederlandse corporate governance code dient de algemene vergadering zodanig invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van *checks and balances* in de vennootschap (principe IV.1 van de Nederlandse corporate governance code).

De wetgever heeft, mede vanuit deze optiek, de algemene vergadering als orgaan van Nederlandse beursvennootschappen de volgende wettelijke rechten toegekend:

Benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen

- a) benoeming, schorsing en ontslag van (uitvoerende) bestuurders, waarbij zij opgemerkt dat bestuurders van een structuurvennootschap worden benoemd door de raad van commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders (art. 2:134 BW; zie voor structuurvennootschappen art. 2:162 BW en art. 2:164a BW);
- b) benoeming, schorsing en ontslag van commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders, waarbij zij opgemerkt dat de algemene vergadering van structuurvennootschappen slechts de mogelijkheid heeft om de raad van commissarissen c.q. de niet-uitvoerende bestuurders collectief te ontslaan (art. 2:142, 158 lid 4, 144, 161a en 164a BW).

Verantwoording over het (financieel) beleid en toezicht

- c) verzoek om relevante informatie (art. 2:107 BW);
- d) decharge van bestuurders en van commissarissen (art. 2:101 lid 3 BW);
- e) vaststelling van de jaarrekening (art. 2:101 lid 3 BW);
- f) bestemming van de winst en de vaststelling van het dividend (art. 2:105 jo. 101 lid 6 BW; best practice bepaling IV.1.5 van de Nederlandse corporate governance code)¹;
- g) benoeming van de externe accountant, tenzij anders bepaald (art. 2:393 lid 2 BW).

Bezoldiging

- h) vaststelling van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur (art. 2:135 lid 1 BW).
- i) vaststelling van de bezoldiging van commissarissen (art. 2:145 BW);
- j) goedkeuring van aandelen- en optieregelingen (art. 2:135 lid 3 BW).

Interne structuur

- k) statutenwijziging (art. 2:121 BW);

¹ Ook een uitkering ten laste van de reserves vergt een besluit van de algemene vergadering.

- l) besluit over voorstel van het bestuur om toepassing van de structuurregeling al dan niet voor te zetten nadat de vennootschap niet langer voldoet aan de wettelijke criteria voor toepassing van de structuurregeling (art. 2:154 lid 4 BW);
- m) omzetting (art. 2:18 jo. 71 BW);
- n) juridische fusie (art. 2:317 jo. 330 en 331 BW);
- o) juridische splitsing (art. 2:334 BW);
- p) aanwijzing van een vertegenwoordiger ingeval van tegenstrijdige belangen (art. 2:129 lid 6 en art. 140 lid 5 BW);
- q) uitgifte van aandelen dan wel delegatie van die bevoegdheid aan een ander orgaan (art. 2:96 BW);
- r) uitsluiting van het voorkeursrecht bij aandelenemissie dan wel de delegatie van die bevoegdheid aan een ander orgaan (art. 2:96a BW);
- s) inkoop van eigen aandelen dan wel de delegatie van die bevoegdheid aan een ander orgaan (art. 2:98 BW);
- t) kapitaalvermindering (intrekking van aandelen) (art. 2:99 en 2:100 BW);
- u) opdracht tot het aanvragen van faillissement (2:136 BW).

Openbaar bod en andere besluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of karakter van de vennootschap

- v) goedkeuring van bestuursbesluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of karakter van de vennootschap en haar onderneming (art. 2:107a BW);
- w) bespreking van een openbaar bod op de aandelen van de vennootschap (art. 18 lid 1 Besluit openbare biedingen Wft);
- x) het vrijstellen van een aandeelhouder of groep samenwerkende aandeelhouders van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen² (art. 2 Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft).

Logistiek

- y) goedkeuring van het besluit om het jaarverslag en de jaarrekening in een andere taal dan het Nederlands op te stellen (art. 2:391 lid 1 en 2:362 lid 7 BW);
- z) goedkeuring van het besluit om informatie langs elektronische weg aan de aandeelhouders te verzenden (art. 5:25k Wft).

In aanvulling op de bovenstaande wettelijke rechten bevat de Nederlandse corporate governance code een aantal rechten voor de algemene vergadering. De Nederlandse beursvennootschappen zijn niet

² Een dergelijk besluit dient te worden genomen met 90% van de uitgebrachte stemmen. Stemmen van de aandeelhouder of de groep van samenwerkende aandeelhouders die het onderwerp van de voorgestelde vrijstelling is, worden niet tot de uitgebrachte stemmen gerekend. Verder is bepaald dat de besluitvorming in de algemene vergadering dient plaats te vinden op een tijdstip dat, ten hoogste drie maanden, voorafgaat aan de verkrijging van overwegende zeggenschap van de betreffende aandeelhouder of groep van aandeelhouders.

verplicht om deze rechten aan de algemene vergadering toe te kennen. In het geval zij deze rechten niet toekennen, dienen zij deze beslissing te motiveren. Het betreft de volgende rechten:

- a) bespreking van het reserverings- en dividendbeleid, in het bijzonder de hoogte en bestemming van de reservering en de hoogte en vorm van het dividend (best practice bepaling IV.1.4 van de Nederlandse corporate governance code);
- b) bespreking van elke substantiële verandering in de corporate governance structuur van de vennootschap en van de naleving van de Nederlandse corporate governance code (best practice bepaling I.2 van de Nederlandse corporate governance code).

Besluiten worden genomen bij gewone meerderheid van de ter vergadering uitgebrachte stemmen, tenzij de wet of de statuten een gekwalificeerde meerderheid en/of een quorum voorschrijft. Een wettelijke afwijking geldt bijvoorbeeld bij het doorbreken van de voordracht van de benoeming van een commissaris of bij het ontslag van de raad van commissarissen van een structuurvennootschap (quorum) en bij de uitsluiting of beperking van het voorkeursrecht bij de emissie van nieuwe aandelen (gekwalificeerde stemmeerderheid in het geval minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering aanwezig is). In de statuten van Nederlandse beursvennootschappen komt het vaak voor dat voor besluiten omtrent een statutenwijziging, de ontbinding van de vennootschap en het ontslag (op initiatief van (een) aandeelhouder(s)) van bestuurders en/of commissarissen een hogere, versterkte of gekwalificeerde meerderheden zijn voorgeschreven. Gangbaar is het vereiste van een meerderheid van tweederde van het aantal uitgebrachte stemmen vertegenwoordigende ten minste de helft van het geplaatste kapitaal.

Naast de hierboven genoemde bevoegdheden van de algemene vergadering als orgaan van de Nederlandse beursvennootschap hebben aandeelhouders als individu dan wel als groep ook bepaalde rechten:

- a) aandeelhouders die alleen dan wel gezamenlijk ten minste 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of aandelen houden met een gezamenlijke beurswaarde van ten minste 50 miljoen euro hebben het recht om onderwerpen ter behandeling in de algemene vergadering voor te dragen³. De statuten kunnen lagere drempels bevatten (art. 2:114a BW);
- b) aandeelhouders die alleen dan wel gezamenlijk ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, kunnen door de rechter op hun verzoek worden gemachtigd tot de bijeenroeping van een algemene vergadering. De statuten kunnen een lagere drempel bevatten (art. 2:110 BW);

³ De Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (Staatsblad 2012, 588) legt de wettelijke drempel op 3% van het geplaatste kapitaal, waarbij het 'nominale waarde criterium' komt te vervallen. Echter, het besluit om de drempel voor het agenderingsrecht te verhogen vereist bij sommige beursvennootschappen een aanpassing van de statuten welke door de algemene vergadering van aandeelhouders dient te worden goedgekeurd. De wet treedt op 1 juli 2013 in werking.

- c) een aandeelhouder die 95% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, heeft het recht om de resterende aandeelhouders uit te kopen (art. 2:92 BW en 2:359c BW);
- d) het recht om de aandelen aan te bieden aan de partij die als gevolg van een openbaar bod ten minste 95% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt (art. 2:359d BW);
- e) het recht om een verzoek tot schadeloosstelling in te dienen indien de aandeelhouder tegen een fusiebesluit heeft gestemd waarbij de verkrijgende vennootschap een vennootschap naar het recht van een andere lidstaat van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte is (art. 2:333h BW).
- f) aandeelhouders die alleen dan wel gezamenlijk een bepaald kapitaalbelang in een vennootschap houden, kunnen de ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam verzoeken om een enquête in te stellen naar de gang van zaken in een vennootschap. Aandeelhouders van vennootschappen met een geplaatst kapitaal van meer dan € 22,5 miljoen dienen alleen of gezamenlijk 1% van het geplaatst kapitaal te vertegenwoordigen of te beschikken over een belang dat een beurswaarde vertegenwoordigt van ten minste € 20 miljoen op de dag waarop het verzoekschrift wordt ingediend. Aandeelhouders van vennootschappen met een geplaatst kapitaal van minder dan € 22,5 miljoen dienen alleen of gezamenlijk ten minste 10% van het geplaatst kapitaal te vertegenwoordigen of aandelen te houden met een totale nominale waarde van € 225.000. De statuten kunnen lagere drempels bevatten (art 2:346 BW);
- g) elke aandeelhouder kan bij de ondernemingskamer correctie van de jaarrekening vorderen (art. 2:447 jo. 2:448 BW);
- h) na publicatie van de oproeping voor een algemene vergadering van aandeelhouders heeft een aandeelhouder die alleen of gezamenlijk met andere aandeelhouders een belang van ten minste 1% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigt of aandelen houdt die een marktwaarde van ten minste € 250.000 vertegenwoordigen het recht de vennootschap te verzoeken om informatie door te zenden aan andere aandeelhouders. Deze informatie dient uitsluitend betrekking te hebben op een concreet voor een aandeelhoudersvergadering geagendeerd onderwerp. De vennootschap dient de informatie met de meeste spoed, maximaal binnen drie werkdagen, door te zenden of plaatst deze informatie met de meeste spoed, in elk geval binnen drie werkdagen, op haar website. De vennootschap mag weigeren de informatie door te zenden of op de website te plaatsen indien de informatie:
 - a. te laat is ontvangen (later dan zeven dagen voor de dag van de algemene vergadering);
 - b. waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot de vennootschap; of
 - c. die van zodanige aard is dat verzending naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet van de vennootschap kan worden verlangd.⁴

⁴ Dit recht is onderdeel van de wet genoemd in voetnoot 3.

Aandeelhouders kunnen daarnaast nog (andere) civielrechtelijke of bestuursrechtelijke procedures initiëren (bijvoorbeeld door gebruikmaking van de Wet collectieve afwikkeling massaschade, het meedoen met *class actions* tegen Nederlandse beursvennootschappen die hun aandelen (ook) aan een beurs in de Verenigde Staten hebben genoteerd of laten verhandelen of het in beroep gaan bij het College van beroep voor het bedrijfsleven over een beslissing van de Autoriteit Financiële Markten (AFM)).

I.2 Handvatten voor de deelnemers van Eumedion voor de beoordeling van de agendapunten van een algemene vergadering

In de hiernavolgende paragrafen geeft Eumedion een aantal handvatten voor de beoordeling van onderwerpen die veelal voorkomen op de agenda van algemene vergaderingen van Nederlandse beursvennootschappen. De handvatten zijn niet uitputtend en zijn bedoeld om in overweging te nemen bij de besluitvorming over de stembepaling dan wel de discussie op de algemene vergadering. Ten aanzien van een aantal specifieke agendapunten heeft Eumedion aanbevelingen opgesteld. De aanbevelingen die bij sommige paragrafen zijn genoemd zullen nooit blindelings moeten leiden tot het geven van gerichte stemvolmachten. Steeds zal een institutionele belegger – eventueel op basis van deskundig extern advies per onderneming per agendapunt – een oordeel moeten vormen over zijn stemgedrag, waarbij de omstandigheden van het geval zwaar zullen meewegen.

I.2.1 Bespreking jaarverslag

Dit onderdeel van de agenda is geen stempunt; het verslag van het bestuur en het verslag van de raad van commissarissen over het voorbije boekjaar worden onder dit agendapunt besproken.

Aandachtspunten voor de bespreking van het jaarverslag zijn:

- Is er voldoende en inzichtelijke informatie opgenomen over de missie, de strategie en de operationele doelstellingen?
- Is er een inzichtelijke risicoparagraaf opgenomen en een heldere beschrijving van de interne risicobeheersings- en controlesystemen?
- Bevat het jaarverslag een beschrijving van de voornaamste risico's gerelateerd aan de strategie van de onderneming, waaronder ook *environmental* en *social risks*?
- Bevat het jaarverslag een beschrijving van het risicoprofiel van de onderneming: de houding ten opzichte van de voornaamste risico's van de onderneming en, indien weergegeven, de gevoeligheid van de onderneming voor verwezenlijking van de risico's?
- Bevat het jaarverslag een beschrijving van de onderwerpen die het bestuur en/of de raad van commissarissen bij de beoordeling van de jaarrekening in ogenschouw heeft genomen (inclusief de belangrijkste punten van de externe accountant in de management letter aan het bestuur en de raad van commissarissen) en van de wijze waarop deze punten zijn geadresseerd?

- Bevat het jaarverslag informatie over het beleid van de vennootschap ten aanzien van de rotatie van de externe accountant dan wel van de aanbesteding van de controleopdracht en informatie over de lengte van de termijn dat de 'zittende' accountantsorganisatie reeds met de controle van de jaarrekening is belast?
- Bevat het jaarverslag informatie over het beleid van de vennootschap ten aanzien van het afnemen van niet-controlewerkzaamheden door de accountantsorganisatie die belast is met de controle van de jaarrekening? Als dit beleid de afname van niet-controlewerkzaamheden toestaat bevat het jaarverslag informatie over de maatregelen die zijn genomen om de onafhankelijkheid van de externe accountant te borgen?
- Bevat het jaarverslag een continuïteitsanalyse waarin aandacht wordt besteed aan:
 - de groepsstructuur (inclusief eventuele dochterondernemingen en het percentage aandelen dat daarin wordt gehouden door de moeder);
 - de financiële structuur;
 - het dividendbeleid en het beleid ten aanzien van de inkoop van eigen aandelen;
 - de solvabiliteit en de liquiditeit;
 - de schuldconvenanten (openbaarmaking van de relevante afgesproken ratio's én de uitkomsten in het boekjaar);
 - de governancestructuur, waaronder de aandeelhoudersstructuur in het bijzonder in geval van een dominante aandeelhouder;
 - de integratie van betekenisvolle acquisities en het effectueren van betekenisvolle desinvesteringen;
 - scenarioanalyses, waarin ook vooruit kan worden gekeken naar sociale en milieutechnische kansen en bedreigingen die materieel zijn voor de sector waarin de onderneming actief is?
- Bevat het verslag van de raad van commissarissen betekenisvolle informatie over de door de raad van commissarissen verrichte werkzaamheden in het verslagjaar?
- Is de verslaggeving over de naleving van de Nederlandse corporate governance code voor institutionele beleggers aanvaardbaar? Is de motivering van eventuele afwijkingen voor institutionele beleggers aanvaardbaar en niet clichématig?
- Is het remuneratierapport voldoende helder en inzichtelijk? Is voldoende informatie opgenomen over de maatstaven op grond waarvan korte termijn bonussen worden uitgekeerd en op grond waarvan lange termijn bonussen worden toegekend? Is alle informatie die op grond van de Nederlandse corporate governance is voorgeschreven opgenomen in het remuneratierapport? Houdt de vennootschap rekening met Eumedion uitgangspunten voor een verantwoord bezoldigingsbeleid van het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen (bijlage I)?
- Heeft de vennootschap een heldere paragraaf over maatschappelijk verantwoord ondernemen in het jaarverslag of in een apart duurzaamheidsverslag opgenomen?

- Is in het jaarverslag een overzicht opgenomen van de prestatie-indicatoren inzake milieu- en sociale aangelegenheden welke van belang zijn voor een goed begrip van de positie van de vennootschap, alsmede voor het kunnen nemen van weloverwogen beleggingsbeslissingen?
- Heeft een onafhankelijke externe partij, bijvoorbeeld de externe accountant, 'assurance' verstrekt bij de door de vennootschap gepubliceerde duurzaamheidsinformatie?
- Is er een helder en inzichtelijk overzicht opgenomen inzake de (potentieel inzetbare) beschermingsconstructies en is door het bestuur aangegeven waarom de bestaande beschermingsconstructies dienen te worden gehandhaafd?
- Heeft de vennootschap rekening gehouden met de in paragraaf III.1 genoemde aandachtspunten inzake de organisatie van de algemene vergadering?

I.2.2 Vaststelling jaarrekening

Dit is, op grond van de Nederlandse wetgeving, een stempunt op de algemene vergadering.

Consequentie van niet-vaststelling is dat geen dividend kan worden uitgekeerd en geen eigen aandelen kunnen worden ingekocht (onder de voorwaarde dat de algemene vergadering daarmee heeft ingestemd; zie paragraaf I.2.12). De algemene vergadering kan tijdens de vergadering de jaarrekening niet aanpassen; zij kan wel voorstellen voor aanpassing doen. Daarvoor dient echter eerst de externe accountant te worden geraadpleegd die hierbij een verklaring dient af te geven.

Toetspunten bij het voorstel tot vaststelling van de jaarrekening zijn:

- Heeft de externe accountant een goedkeurende verklaring een verklaring met beperkingen of een oordeelsonthouding afgegeven?
- Heeft de ondernemingsleiding voldoende inzicht geboden in de financiële verslaggeving en de maatstaven die zijn gebruikt om beoordelingen te geven en schattingen van activa- en passivaposten te doen?
- Is de vennootschap zonder toereikende toelichting overgegaan op andere waarderingsgrondslagen?
- In het geval van lopende en redelijk te verwachten claims tegen de vennootschap: is hiervoor een reservering opgenomen?
- Zijn de waarderingsgrondslagen nog steeds actueel (*going concern*, gewijzigde marktomstandigheden)?
- Zijn de eventuele aanbevelingen van de AFM dan wel van de ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam over de financiële verslaggeving van de betreffende vennootschap opgevolgd?

I.2.3 Corporate governance beleid

Dit is (minimaal) een discussiepunt tijdens de algemene vergadering. Vennootschappen kunnen ervoor kiezen om het corporate governance beleid ter stemming aan de algemene vergadering voor te leggen.

Aandachtspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wordt het corporate governance beleid, zoals aanbevolen door Eumedion, ter stemming aan de algemene vergadering voorgelegd?
- Past de vennootschap de bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code in hoge mate toe?
- Is de verslaggeving over de naleving van de Nederlandse corporate governance code adequaat? Is de motivering van eventuele afwijkingen voor institutionele beleggers aanvaardbaar en niet clichématig?
- Het ligt in de rede om kritische vragen te stellen en kanttekeningen te plaatsen bij voorstellen tot dan wel verslaggeving van een toename van het aantal bepalingen waarvan wordt afgeweken.

I.2.4 Dividendbeleid en winstverdeling

Dit is (minimaal) een discussiepunt op de algemene vergadering. Vennootschappen kunnen ervoor kiezen om het dividendbeleid ter stemming aan de algemene vergadering voor te leggen.

Aandachtspunten bij dit agendapunt zijn:

- Heeft de vennootschap rekening gehouden met de Eumedion-aanbevelingen inzake de verantwoording over het dividendbeleid (bijlage III)?

I.2.5 Bestemming van de winst en de hoogte van het dividend

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. De algemene vergadering kan tijdens de vergadering het voorstel echter wijzigen. Daarvoor dient eerst de jaarrekening te worden aangepast, waarbij de externe accountant dient te worden geraadpleegd en die een verklaring hierbij dient af te geven.

Toetspunten hierbij zijn:

- Past de hoogte van de dividenduitkering in het dividendbeleid van de vennootschap?
- Wat is de hoogte van de dividenduitkering en dividendrendement in vergelijking met de vennootschappen in de referentiegroep?
- Hoe is de relatie tussen de dividenduitkering en de kaspositie?
- Hoe is de relatie tussen de dividenduitkering en de eventuele inkoop van eigen aandelen?
- Is inzichtelijk gemaakt waarom een deel van de winst wordt bestemd voor reservevorming en welk deel uiteindelijk via de uitkering van dividend dan wel via de inkoop van eigen aandelen voor de aandeelhouders is bestemd en hoe dit past in de strategie van de vennootschap?

I.2.6 Decharge bestuurders en commissarissen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. Het gevolg van het verlenen van decharge aan bestuurders en commissarissen is dat de algemene vergadering later niet meer op onderdelen van het beleid en toezicht terug kan komen, met uitzondering van zaken die worden verzwegen, niet kenbaar waren of medegedeeld zijn dan wel opzettelijk misleidend zijn. Het onthouden van decharge wordt gezien als een corrigerend gebaar. De laatste tijd wordt dit agendapunt vaker 'gebruikt' om het ongenoegen over het gevoerde beleid naar voren te brengen, zonder dat (direct) het vertrouwen in het bestuur en/of de raad van commissarissen hoeft te worden opgezegd.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Lopen er nog gerechtelijke procedures tegen de vennootschap, een bestuurder of tegen een commissaris?
- Indien de jaarrekening niet wordt vastgesteld, ligt het niet voor de hand om bestuurders en commissarissen te dechargeren.
- Heeft het bestuur in het voorgaande boekjaar adequaat gereageerd op de wensen van aandeelhouders t.a.v. de strategie en het beleid van het bestuur? Heeft de raad van commissarissen hierbij een goede, bemiddelende rol gespeeld?
- Heeft de ondernemingsleiding adequaat gereageerd op de aanbevelingen die in voorgaande algemene vergaderingen door aandeelhouders zijn gedaan?
- Is de mate van toepassing van de Nederlandse corporate governance code op voldoende hoog niveau dan wel zijn vanuit het perspectief van institutionele beleggers aanvaardbare redenen gegeven voor de afwijkingen van de codebepalingen?

I.2.7 Benoeming bestuurders

Dit is een stempunt op de algemene vergadering van de beursvennootschappen die geen structuurvennootschappen zijn. Bij vennootschappen die het volledige structuurregime toepassen, worden bestuurders benoemd door de raad van commissarissen. Bij de beursvennootschappen die het structuurregime niet hoeven toe te passen, kunnen extra, statutaire eisen zijn gesteld aan een besluit van de algemene vergadering (bijvoorbeeld bindende voordracht, gekwalificeerde stemmeerderheid en quorumeis) om de voordracht voor de benoeming van een bestuurder af te wijzen. Indien de betreffende kandidaat door de algemene vergadering wordt afgewezen, dient in een nieuwe algemene vergadering een nieuwe voordracht te worden gepresenteerd, waarbij het aannemelijk is dat met de gevoelens van de algemene vergadering rekening is gehouden.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wat is de kwaliteit van de kandidaat; hoe ziet zijn curriculum vitae eruit?

- Wat is de staat van dienst van de betreffende persoon bij zijn vorige werkgever(s) c.q. – indien van toepassing – als commissaris bij een andere vennootschap, mede op het gebied van de omgang met aandeelhouders?
- Zijn er redenen om te twijfelen aan de integriteit en betrouwbaarheid van de betreffende kandidaat?
- Past de betreffende kandidaat in het streven naar meer kwaliteit en diversiteit in de samenstelling van het bestuur?
- Wordt de bestuurder benoemd voor een periode van vier jaar conform best practice bepaling II.1.1 van de Nederlandse corporate governance code?
- Houdt de betreffende persoon niet meer dan twee toezichthoudende posities bij grote Nederlandse of buitenlandse rechtspersonen en functioneert hij niet als voorzitter van de raad van commissarissen of van het bestuur van een grote Nederlandse of buitenlandse rechtspersoon?
- Past zijn bezoldigingspakket in het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid en voldoet dat aan de Eumedion uitgangspunten voor een verantwoord bezoldigingsbeleid van het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen (bijlage I)?
- In het geval van een herbenoeming: heeft de raad van commissarissen de voorgaande benoemingsperiode geëvalueerd en wat zijn de uitkomsten daarvan?

I.2.8 Benoeming commissarissen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. De algemene vergadering van structuurvennootschappen kan met een gewone stemmeerderheid vertegenwoordigende minimaal een derde van het geplaatste kapitaal de betreffende kandidaat afwijzen. Bij de beursvennootschappen die niet het structuurregime toepassen, kunnen extra, statutaire eisen zijn gesteld aan een besluit van de algemene vergadering (bijvoorbeeld bindende voordracht, gekwalificeerde stemmeerderheid, quorumeis) om de voordracht voor de benoeming van een commissaris af te wijzen. Indien de betreffende kandidaat door de algemene vergadering van aandeelhouders wordt afgewezen, dient in een nieuwe algemene vergadering een nieuwe voordracht te worden gepresenteerd, waarbij het aannemelijk is dat met de gevoelens van de algemene vergadering rekening is gehouden.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wat is de kwaliteit van de kandidaat; hoe ziet zijn curriculum vitae eruit?
- Wat is de staat van dienst van de betreffende persoon bij zijn werkgever c.q. – indien van toepassing – als commissaris van (een) andere vennootschap(pen), mede op het gebied van de omgang met aandeelhouders?
- Zijn er redenen om te twijfelen aan de integriteit en betrouwbaarheid van de betreffende kandidaat?
- Wordt de commissaris benoemd voor een periode van vier jaar conform best practice bepaling III.3.5 van de Nederlandse corporate governance code?

- Geeft de vennootschap op steekhoudende wijze aan dat de betreffende persoon past in de profielschets van de raad van commissarissen?
- Verschafft de vennootschap goed inzicht in het selectieproces van nieuwe bestuurders en commissarissen, waaronder het geven van inzicht in de selectiecriteria en in de wijze waarop eventuele opvolgingskwesties zijn geadresseerd?
- Past de betreffende kandidaat in het streven naar meer kwaliteit en diversiteit in de samenstelling van de raad van commissarissen?
- Heeft de betreffende kandidaat genoeg tijd beschikbaar om voldoende aandacht aan de vennootschap te schenken?
- Houdt de betreffende persoon niet meer dan vijf toezichthoudende posities bij grote Nederlandse of buitenlandse rechtspersonen, waarbij het voorzitterschap van een raad van commissarissen/bestuur dubbel telt?
- Voldoet de raad van commissarissen na benoeming van de betreffende persoon aan het gestelde in best practice bepaling III.2.1 van de Nederlandse corporate governance code (maximaal één niet-onafhankelijke commissaris in de raad van commissarissen)?
- In het geval van een herbenoeming: heeft de raad van commissarissen de voorgaande benoemingsperiode geëvalueerd en wat zijn de uitkomsten daarvan?
- In het geval van herbenoeming: voldoet de betreffende persoon aan het gestelde in best practice bepaling III.3.5 van de Nederlandse corporate governance code (maximaal twee herbenoemingen)?
- In het geval van herbenoeming: is de betreffende persoon in de voorgaande benoemingsperiode voldoende aanwezig geweest bij de vergaderingen van de raad van commissarissen? Is de vennootschap transparant over het aanwezigheidspercentage van de betreffende persoon in de vergaderingen van de raad van commissarissen en van eventuele commissies van de raad van commissarissen?

I.2.9 Vaststelling bezoldigingsbeleid van het bestuur en goedkeuring van optie- en aandelenregelingen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. De algemene vergadering kan wijzigingen in het voorgestelde bezoldigingsbeleid voorstellen. In de praktijk moet het concept dan weer terug naar de raad van commissarissen, moet er eventueel een nieuwe vergadering worden uitgeschreven en moet er opnieuw worden gestemd. De algemene vergadering kan geen wijzigingen doorvoeren in de optie- en aandelenregelingen. Consequentie van afkeuring is wel dat de conceptregeling terug moet naar de raad van commissarissen die een nieuwe regeling ter goedkeuring voorlegt aan de algemene vergadering. In de tussentijd blijft het eerdere, door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid gelden c.q. de door de algemene vergadering goedgekeurde aandelen- en/of optieregeling.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wordt in voldoende mate rekening gehouden met de Eumedion uitgangspunten voor een verantwoord bezoldigingsbeleid van het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen (bijlage I)?
- Worden de bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code op het terrein van bezoldiging van bestuurders (paragraaf II.2) in voldoende mate toegepast c.q. worden voor institutionele beleggers aanvaardbare argumenten gegeven voor afwijkingen van de codebepalingen?

I.2.10 Vaststelling van de bezoldiging van commissarissen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. De algemene vergadering kan wijzigingen in de voorgestelde bezoldiging voorstellen. In de praktijk moet het concept dan weer terug naar de raad van commissarissen, moet er eventueel een nieuwe vergadering worden uitgeschreven en moet er opnieuw worden gestemd.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Worden de bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code op het terrein van bezoldiging van commissarissen (paragraaf III.7) in voldoende mate toegepast c.q. worden voor institutionele beleggers aanvaardbare argumenten gegeven voor afwijkingen van de codebepalingen?
- Heeft de vennootschap een goede motivering gegeven van de voorgestelde wijziging in de bezoldiging van de commissarissen?

I.2.11 Voorstel voor statutenwijziging

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. Voor sommige wijzigingen kunnen – op grond van de statuten – gekwalificeerde stemmeerderheden gelden.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Heeft de vennootschap een goede motivering gegeven van de voorgestelde statutenwijziging?
- Indien de statutenwijziging ziet op het inperken van de bestaande rechten van gewone aandeelhouders ligt het in de rede om tegen de wijziging te stemmen.
- Indien de wijziging ziet op een uitbreiding van de bevoegdheden van aandeelhouders ligt het in de rede om voor het voorstel te stemmen.
- Indien de wijziging ziet op een verbeterde toepassing van de Nederlandse corporate governance code door de vennootschap ligt het in de rede om voor te stemmen.

- Gecompliseerd ligt het wanneer er meerdere wijzigingsvoorstellen voorliggen met tegenstrijdige uitwerking voor de rechten van aandeelhouders. In ieder geval zou in dat geval kunnen worden gevraagd om een 'ontbundeling' van de voorstellen (dit wordt ook aanbevolen in best practice bepaling IV.3.9 van de Nederlandse corporate governance code).

I.2.12 Benoeming externe accountant

Dit is een stempunt op de algemene vergadering.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Is inzichtelijk welke taakopdracht de raad van commissarissen aan de externe accountant wil geven?
- Heeft de raad van commissarissen een inzichtelijke en vergelijkende kostenanalyse gemaakt van accountantsorganisaties die in aanmerking komen voor de taakopdracht?
- In het geval van een wijziging van de externe accountant die niet is ingegeven door de wettelijke verplichting tot wijziging van de externe accountant: heeft de vennootschap goede redenen voor deze wijziging gegeven?
- Heeft de raad van commissarissen een grondige beoordeling van het functioneren van de huidige externe accountant gemaakt en wat zijn de belangrijkste conclusies van deze evaluatie?
- Wat is de staat van dienst van de externe accountant en van de organisatie waarbij hij werkzaam is?
- Is de organisatie waar de externe accountant werkzaam is in het bezit van een vergunning van de AFM?
- Zijn er redenen om te twifelen aan de integriteit en betrouwbaarheid van de organisatie waar de externe accountant werkzaam is?
- Wat is de verhouding tussen het bedrag dat de vennootschap betaalt voor de controlewerkzaamheden van de externe accountant en dat voor de niet-controlewerkzaamheden die door dezelfde organisatie worden verricht waar de externe accountant werkzaam is?
- Heeft de vennootschap rekening gehouden met de Eumedion handvatten voor de inhoud van de toelichting op de voordracht voor benoeming of herbenoeming externe accountant (zie appendix IV)?

I.2.13 Delegatie emissiebevoegdheid gewone en preferente aandelen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Heeft de vennootschap rekening gehouden met de aanbevelingen van Eumedion inzake de delegatie van de emissiebevoegdheid (zie bijlage II)?

I.2.14 Machtiging aan het bestuur tot het inkopen van eigen aandelen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. Een machtiging kan niet worden gegeven indien de jaarrekening niet is vastgesteld.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Heeft de vennootschap rekening gehouden met de Eumedion aanbevelingen inzake de machtiging om eigen aandelen in te kopen (zie bijlage III)?

I.2.15 Goedkeuring majeure transacties

Dit is een stempunt op de algemene vergadering.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wordt door het bestuur op overtuigende wijze aangetoond hoe het belang van de (minderheids)aandeelhouders is gewogen in verhouding tot andere belangen, ook in verhouding tot de belangen van eventuele andere (groot)aandeelhouders?
- In het geval van een overname: past deze overname in de strategie van de vennootschap? Is voldoende inzichtelijk gemaakt wat de risico's verbonden aan de overname zijn?
- In het geval van een overname: is op overtuigende wijze aangetoond dat de synergievoordelen groter zijn dan de kostprijs van de overname, waarbij rekening is gehouden met de zogenoemde integratiekosten en de kosten van de financiering van de overname? Kunnen de geprognosticeerde synergievoordelen concreet in cijfers worden uitgedrukt, met daarbij een concreet tijdspad? Heeft het bestuur een overtuigend implementatietraject aan de algemene vergadering overgelegd, voorzien van scenario's en evaluatiemomenten?
- In het geval van een overname: kan het bestuur aangeven op welke wijze de prijs voor de overname tot stand is gekomen? Heeft een gerenommeerde bank of accountantskantoor een inzichtelijke *fairness* opinie afgegeven, waarbij inzicht wordt gegeven in de gehanteerde prognoses voor de onderneming die wordt overgenomen? Zijn er *fairness* opinies afgegeven die niet zijn gepubliceerd?
- In geval van afstoting van een divisie of deelneming: is op overtuigende wijze aangetoond dat de maximaal haalbare prijs is bedongen?
- Hoe past de overname/afstoting in de lange termijn strategie van de vennootschap?

I.2.16 Aandeelhoudersvoorstellen

Een onderwerp, aangedragen door één of meerdere aandeelhouders die gebruik hebben gemaakt van het agenderingsrecht, kan ter bespreking dan wel ter stemming worden gebracht. De stemming over het aandeelhoudersvoorstel kan een bindend dan wel een niet-bindend karakter hebben. Indien het voorstel ziet op een terrein waarop de algemene vergadering op grond van de wet of statuten

bevoegdheid bezit, dan is de stemming bindend. In alle overige gevallen is de stemming niet bindend, maar is de uitslag van de stemming wel een signaal richting het bestuur en de raad van commissarissen. Van geval tot geval dient een oordeel over een aandeelhoudersvoorstel te worden gevormd, waarbij de toetspunten bij de hiervoor aangegeven agendapunten kunnen worden betrokken.

DEEL II: VERANTWOORDELIJKHEDEN VAN AANDEELHOUDERS

II.1 Overzicht van de verantwoordelijkheden voor (bepaalde) aandeelhouders

Het aantal aandeelhoudersrechten is de laatste jaren uitgebreid. Op aandeelhouders rust de taak om verantwoord met deze bevoegdheden om te gaan. De laatste tijd worden aandeelhouders ook steeds meer gewezen op deze verantwoordelijkheid. De hiernavolgende verplichtingen en gedragsregels voor aandeelhouders kunnen worden gedestilleerd uit de wet- en regelgeving, de Nederlandse corporate governance code, de rapportages van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code en uit de jurisprudentie.

Transparantie

- a) wettelijke plicht tot onverwijld melding van de verkrijging of vervreemding van effecten als bepaalde drempelwaarden van het geplaatste kapitaal en/of stemrechten⁵ worden over- dan wel onderschreden (5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 en 95%⁶) (art. 5:38 lid 3 en 5:39 lid 2 Wft);
- b) wettelijke plicht tot melding aan de publieke toezichthouder van een netto shortpositie in het geplaatste kapitaal van een onderneming waarvan de aandelen tot de handel op een handelsplatform zijn toegelaten, telkens wanneer de positie gelijk is aan 0,2% van het geplaatste kapitaal van de betrokken onderneming en elke 0,1% daarboven (artikel 5 Short Selling Verordening). Een netto shortpositie die ten minste gelijk is aan 0,5% van het geplaatste kapitaal van de betrokken onderneming wordt door de publieke toezichthouder openbaar gemaakt (artikel 6 Short Selling Verordening).
- c) een aandeelhouder die het agenderingsrecht uitoefent is wettelijk verplicht om ten tijde van de uitoefening van dit recht zijn volledige economische belang (zowel 'long' als 'short') in aandelen bekend te maken aan de vennootschap (art. 5:25k bis Wft);
- d) institutionele beleggers dienen op een zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursvennootschappen (principe IV.4 van de Nederlandse corporate governance code);
- e) institutionele beleggers publiceren jaarlijks in ieder geval op hun website hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursvennootschappen (best practice bepaling IV.4.1 van de Nederlandse corporate governance code)⁷;
- f) institutionele beleggers doen jaarlijks op hun website en/of in hun jaarverslag verslag van de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht in het betreffende boekjaar (best practice bepaling IV.4.2 van de Nederlandse corporate governance code);

⁵ Inclusief economische longposities, zoals contracts for difference, cash-settled equity swaps, total return equity swaps, cash-settled callopties en de verkoop van putopties.

⁶ De Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (Staatsblad 2012, 588) introduceert een additionele drempelwaarde op 3% van het geplaatste kapitaal of stemrechten. De wet treedt op 1 juli 2013 in werking.

⁷ De onderdelen c, d en e hebben voor institutionele beleggers een wettelijke basis in de Wet op het financieel toezicht, waarbij de 'pas toe of leg uit'-regel geldt.

- g) institutionele beleggers brengen ten minste eenmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op de algemene vergaderingen (best practice bepaling IV.4.3 van de Nederlandse corporate governance code).

Omgangsvorm met de vennootschap en met medeaandeelhouders

- a) aandeelhouders gedragen zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Hieronder valt de bereidheid om een dialoog met de vennootschap en medeaandeelhouders aan te gaan (principe IV.4 van de Nederlandse corporate governance code).
- b) een aandeelhouder die een omvangrijk pakket aandelen houdt, dient op grond van de redelijkheid en billijkheid o.a. opening van zaken te geven en redelijk overleg te plegen met de betreffende vennootschap. Hij zal daarbij moeten aangeven of het verworven pakket uitsluitend voor beleggingsdoeleinden dient of dat hij met het verworven pakket invloed op het beleid van de vennootschap wil gaan uitoefenen (en daartoe bijvoorbeeld een zetel in het bestuur of in de raad van commissarissen wenst) of dat het verworven belang de basis vormt voor de verwerving van een meerderheidsbelang welke op haar beurt moet leiden tot verwerving van de absolute zeggenschap over de vennootschap. De betreffende vennootschap heeft de verplichting om kennis te nemen van de intenties van de aandeelhouder en deze intenties te onderzoeken (jurisprudentie⁸).
- c) aandeelhouder en doelvennootschap hebben vervolgens de plicht om met elkaar overleg te voeren (jurisprudentie⁹).
- d) de algemene vergadering kan over de strategie haar opvattingen tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. De algemene vergadering dient bij de uitoefening van deze rechten de redelijkheid en billijkheid in acht te nemen (jurisprudentie¹⁰).
- e) is een grootaandeelhouder het niet eens met de strategie of het beleid van de vennootschap, dan moet hij geloofwaardige alternatieven presenteren en hierover overleg plegen met het bestuur. Als dat niet gebeurt dan is een beleidswijziging die een grootaandeelhouder wil doorvoeren te riskant voor andere belanghebbenden, zoals werknemers en minderheidsaandeelhouders (jurisprudentie¹¹).
- f) aandeelhouders nemen zorgvuldig kennis en maken een grondige beoordeling van de door de vennootschap gegeven motivering van eventuele afwijkingen van de best practice bepalingen van deze code. Zij vermijden een “afvinkmentaliteit” in de beoordeling van de corporate governance structuur van de vennootschap en zijn bereid om een dialoog aan te gaan indien zij de uitleg van de vennootschap niet aanvaarden. Uitgangspunt is de erkenning dat corporate governance een

⁸ Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, JOR 1999, 89 (Breevast), r.o. 4.16 en Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, JOR 2002, 82 (Rodamco North America), r.o. 3.8 en 3.9.

⁹ Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, JOR 2001,55 (Gucci).

¹⁰ Hof Amsterdam (OK), 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork) en HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN AMRO Holding).

¹¹ Hof Amsterdam (OK), 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork).

kwestie van maatwerk is en dat afwijkingen van individuele bepalingen door een vennootschap gerechtvaardigd kunnen zijn (principe I van de Nederlandse corporate governance code).

- g) een aandeelhouder oefent het agenderingsrecht slechts uit nadat hij daaromtrent in overleg is getreden met het bestuur. Wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen heeft de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen, wordt het bestuur in de gelegenheid gesteld een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren (de responstijd). Dit geldt ook voor een voornemen als hiervoor bedoeld dat strekt tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een algemene vergadering op grond van artikel 2:110 BW. De desbetreffende aandeelhouder respecteert de door het bestuur ingeroepen responstijd die is gemaximeerd op 180 dagen (best practice bepaling IV.4.4 van de Nederlandse corporate governance code).¹²
- h) indien een aandeelhouder een onderwerp op de agenda heeft laten plaatsen, licht hij dit ter vergadering toe en beantwoordt hij zo nodig vragen hierover (best practice bepaling IV.4.6 van de Nederlandse corporate governance code).
- i) een aandeelhouder stemt naar zijn eigen inzicht. Van een aandeelhouder die gebruik maakt van stemadviezen van derden wordt verwacht dat hij zich een eigen oordeel vormt over het stembeleid van deze adviseur en de door deze adviseur verstrekte stemadviezen (best practice bepaling IV.4.5 van de Nederlandse corporate governance code).
- j) indien een aandeelhouder of een groep samenwerkende aandeelhouders ten minste 30% van de stemrechten verwerft, geldt de verplichting om een openbaar bod op alle aandelen van de vennootschap uit te brengen (art. 5:70 jo. 1:1 Wft).
- k) vanaf 1 januari 2013 is het voor alle financiële instellingen in Nederland – waaronder pensioenfondsen – verboden om te beleggen in elke onderneming die clustermunitie of cruciale onderdelen daarvan produceert, verkoopt of distribueert. Het verbod is van toepassing op alle nieuwe beleggingen; bestaande beleggingen moeten binnen een “redelijke periode” van de hand worden gedaan (ontwerpartikel 21a van het Besluit Marktmisbruik).

In aanvulling op het bovenstaande geldt het beginsel van het Nederlandse vennootschapsrecht dat de uitoefening van rechten en bevoegdheden kan worden getoetst aan de gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW). Deze norm zal eerder worden bereikt wanneer de invloed van de belegger groter is, bijvoorbeeld omdat hij een relatief groot aandelenpakket in een vennootschap heeft. Ook in specifieke andere situaties kan de aandeelhouder niet geheel zijn eigen belang dienen bij het uitoefenen van het stemrecht. Dit geldt bijvoorbeeld in de situatie dat de aandeelhouder het aandelenbelang in de betreffende vennootschap niet alleen voor financiële doeleinden houdt, maar dat er ook andere belangen spelen. Zo kan de aandeelhouder bijvoorbeeld een concurrent van de

¹² De onderdelen g, h en i hebben voor institutionele beleggers een wettelijke basis in de Wet op het financieel toezicht, waarbij de 'pas toe of leg uit'-regel geldt.

vennootschap zijn of kan de aandeelhouder direct belang hebben bij een transactie met de vennootschap. Bij de uitoefening van zijn rechten behoort deze aandeelhouder zich redelijk en billijk te gedragen. Hieruit volgt dat hij altijd de eventuele consequenties van zijn stemgedrag op de continuïteit van de bedrijfsvoering moet meewegen in de besluitvorming om voor of tegen een voorstel te stemmen.

II.2 Eumedion Best practices voor betrokken aandeelhouderschap

Op 30 juni 2011 heeft Eumedion een set van tien best practices voor betrokken aandeelhouderschap, bedoeld voor de Eumedion-deelnemers vastgesteld. Van de Eumedion-deelnemers wordt verwacht dat zij ten aanzien van de best practices de ‘pas toe of leg uit’-regel toepassen, net zoals zij ten aanzien van de relevante bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code doen. De best practices zijn integraal in bijlage III opgenomen.

II.3 Het uitlenen van aandelen of andere effecten (*securities lending*)

Het komt veelvuldig voor dat institutionele beleggers (een deel van hun) aandelen juridisch overdragen aan een partij die om verschillende redenen deze aandelen op korte termijn moet leveren, ook wel *securities lending* genoemd. De ‘inlener’ verplicht zich tegelijkertijd om op een later tijdstip een gelijk aantal van dezelfde aandelen terug te leveren, onder betaling van een ‘leenvergoeding’. De praktijk van *securities lending* leidt tot een dilemma op het terrein van corporate governance. De institutionele belegger zal de hoogte van de uitleenvergoeding, die op ten gunste van zijn begunstigden kan worden verdiend, dienen af te wegen tegen de baten van het stemmen op de algemene vergadering. *Securities lending* zou afbreuk kunnen doen aan het streven om de participatie van aandeelhouders in de besluitvorming op de algemene vergadering te verhogen en om – dientengevolge – op zoveel mogelijk aandelen te stemmen. Het is in de praktijk niet (afdwingbaar dat of) controleerbaar of en hoe de inlener de stemrechten op de ingeleende aandelen uitoefent. Het kan zeer wel zijn dat de partijen die de aandelen hebben ingeleend het stemrecht uitoefenen op een wijze die haaks staat op het stembeleid van de institutionele belegger die economisch eigenaar is van de aandelen. Dit past niet goed bij de fiduciaire verantwoordelijkheid van de institutionele belegger om (ook) de zeggenschapsrechten verbonden aan aandelen op een juiste en verantwoorde manier te beheren.

Eumedion heeft in 2006 in haar evaluatie van het jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006 de positie ingenomen dat het uitlenen van aandelen door institutionele beleggers in voor de beursvennootschap “event driven situaties” moet worden ontmoedigd. Indien een bepaalde algemene vergadering een dergelijke *event driven* situatie kan opleveren, attendeert Eumedion haar deelnemers hierop. Zij geeft de deelnemers in overweging om de eventueel uitgeleende aandelen voor de registratiedatum die voor deze algemene vergadering geldt, terug te halen.

Verder steunt Eumedion de Securities Lending Code van de ICGN, die in juli 2007 is gepubliceerd. In deze code zijn de aandachtspunten voor institutionele beleggers t.a.v. het uitlenen van aandelen opgesomd. De Securities Lending Code is integraal in bijlage VI bij dit document opgenomen.

II.4 Samenwerking met andere aandeelhouders (*acting in concert*)

II.4.1 Verplichte melding van een substantiële deelneming in een Nederlandse beursvennootschap

Aandeelhouders zijn steeds actiever en maken steeds meer gebruik van hun aandeelhoudersrechten. Institutionele beleggers die hun rol als actieve aandeelhouder serieus nemen, kunnen met elkaar in contact treden. Zij doen dit over het algemeen met het doel om informatie en onderzoeksinspanningen te kunnen delen. Echter, onder omstandigheden kan hechte samenwerking tussen aandeelhouders tot een meldplicht op grond van artikel 5:45, lid 5 Wft leiden. Dit artikel bepaalt dat iemand wordt geacht te beschikken over stemmen waarover een derde beschikt, indien hij met deze derde een (mondelinge of schriftelijke) overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een “duurzaam gemeenschappelijk beleid” (in ieder geval langer durend dan een enkele algemene vergadering) inzake het uitbrengen van stemmen, ook wel *acting in concert* genoemd. Dit is een zogenoemde melding van substantiële deelnemingen op grond waarvan aandeelhouders bij het bereiken/onderschrijven van bepaalde in hoofdstuk 5.3 van de Wft genoemde drempelwaarden een melding moeten doen aan de AFM. De minimumdrempel voor het doen van een melding is thans gesteld op ten minste 5% van het geplaatst kapitaal of stemmen in een beursvennootschap¹³. De consequentie van de melding is dat de melding wordt opgenomen in een register dat toegankelijk is voor het publiek. Voor institutionele beleggers is het van belang dat zij weten wanneer de samenwerking zo hecht is dat deze wordt aangemerkt als *acting in concert*. Wanneer duidelijkheid bestaat in welke situaties sprake is van *acting in concert* wordt voorkomen dat institutionele beleggers bij niet-naleving van de meldingsregels, terecht, maar wellicht ook onterecht, te maken krijgen met negatieve publiciteit of worden geconfronteerd met bestuursrechtelijke en/of civielrechtelijke sancties¹⁴.

De AFM heeft in november 2009 de volgende leidraad gepubliceerd ten aanzien van ‘acting in concert’ in de zin van hoofdstuk 5.3 van de Wft:

“Overleg

De AFM vindt dat overleg tussen aandeelhouders kan bijdragen aan het inzicht in de corporate governance van een uitgevende instelling. Dit overleg kan aandeelhouders helpen hun opvattingen beter en eenduidiger over te brengen op een uitgevende instelling. Dit geldt in het bijzonder met het oog op de voorbereiding van een algemene vergadering van

¹³ Zie echter voetnoot 6.

¹⁴ Bestuursrechtelijk wil zeggen dat de AFM een boete of dwangsom kan opleggen en dit kan publiceren. Civielrechtelijk wil zeggen dat andere partijen die daarbij belang hebben (andere aandeelhouders, vennootschap) de rechter kunnen verzoeken om de meldingsplichtige te verplichten alsnog een melding te doen, de uitoefening van het stemrecht te schorsen, de uitvoering van besluiten die zijn genomen op de aandeelhoudersvergadering te schorsen dan wel deze besluiten te vernietigen.

aandeelhouders, waarbij overleg kan uitmonden in het geven van stemvolmachten en steminstructies. Aan dergelijke vormen van overleg ligt in de regel geen overeenkomst om een *duurzaam* gemeenschappelijk stembeleid te voeren ten grondslag en kwalificeert dus niet als 'acting in concert'.

Ten aanzien van 'acting in concert' geeft de AFM de volgende leidraad.

Overeenkomst duurzaam gemeenschappelijk stembeleid

Als partijen een overeenkomst hebben gesloten waarbij zij zich verplichten om een duurzaam gemeenschappelijk beleid te voeren en hun stemrecht gezamenlijk uitoefenen, wordt iedere individuele partij geacht te beschikken over de stemmen waarover de andere partij beschikt. Anders gezegd; zolang elke betrokken partij de vrijheid behoudt haar stemrecht zelfstandig – naar eigen inzicht – uit te (doen) oefenen, is geen sprake van een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid.

Van duurzaam beleid is sprake wanneer de overeenkomst, die zowel mondeling als schriftelijk kan zijn gesloten, niet voor één enkele algemene vergadering van aandeelhouders zal gelden. De overeenkomst kan ook besloten liggen in gedragingen (denk bijvoorbeeld aan een 'handdruk') waaruit de betrokken partijen over en weer mogen afleiden dat zij hun stemrecht voor meerdere algemene vergaderingen van aandeelhouders op een bepaalde wijze zullen uitoefenen.

Voor de AFM is niet altijd kenbaar of sprake is van een overeenkomst om een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid te voeren. De AFM kan aanleiding zien bij de betrokken partijen informatie op te vragen als de samenwerking gericht is op een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de uitgevende instelling, bijvoorbeeld door het gezamenlijk voordragen voor benoeming van één of meer bestuurders of commissarissen.

Verskillende feiten en omstandigheden kunnen de AFM doen vermoeden dat sprake is van een overeenkomst om een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid te voeren. De AFM kan bij partijen die vermoedelijk samenwerken ten aanzien van een strategisch onderwerp informatie opvragen indien in aanloop tot, tijdens of na afloop van een algemene vergadering van aandeelhouders enkele, maar niet noodzakelijk alle, van de volgende feiten of omstandigheden zich voordoen:

- partijen maken gebruik van dezelfde advocaat of juridisch adviseur;
- partijen sturen de uitgevende instelling brieven met gelijke strekking;
- partijen initiëren gezamenlijk (gerechtelijke) procedures;
- partijen benaderen gezamenlijk de uitgevende instelling;
- het feitelijke stemgedrag van partijen in de algemene vergaderingen van aandeelhouders vertoont bij herhaling overeenstemming;
- partijen hebben onderling gedrags- of steminstructies gegeven of ontvangen;
- een besluit ten aanzien van een strategisch onderwerp is op initiatief van aandeelhouders op de agenda van een algemene vergadering van aandeelhouders gezet;
- aandeelhouders zijn vergoedingen of garantstellingen overeengekomen;
- partijen zijn gevestigd op hetzelfde (statutaire) adres;
- partijen geven publiekelijk te kennen dat zij samenwerken;
- het aankoop-/verkoopgedrag van gelieerde partijen, waarbij te denken valt aan een (rechts)persoon die in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur is verbonden; een (rechts)persoon die direct of indirect stemrecht kan uitoefenen of anderszins bepaalde rechten kan uitoefenen waardoor invloed van betekenis kan worden uitgeoefend op het zakelijk of financieel beleid; een natuurlijke persoon die in familierechtelijke betrekking staat.

Deze opsomming van feiten en omstandigheden is niet limitatief.”

II.4.2 Verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen van een Nederlandse beursvennootschap

Op grond van artikel 5:70 Wft dient degene die overwegende zeggenschap verkrijgt een verplicht bod uit te brengen. Van overwegende zeggenschap is sprake indien een partij (al dan niet tezamen met personen in onderling overleg met hem handelend) 30% of meer van de stemrechten kan uitoefenen. Het in onderling overleg handelen (*acting in concert*) moet als doel hebben ofwel (i) het verwerven van de overwegende zeggenschap ofwel (ii) het in samenwerking met de doelvennootschap dwarsbomen van een aangekondigd bod. Het onderlinge overleg hoeft niet te blijken uit een schriftelijke overeenkomst. Mondelinge afspraken, en zelfs stilzwijgend afgestemde handelingen, kunnen voldoende zijn. De wet gaat ervan uit dat in bepaalde verhoudingen altijd sprake is van onderling overleg (bijvoorbeeld als aandelen worden gehouden door onderscheiden groepsmaatschappijen, echtgenoten of bloed- en aanverwanten). Of sprake is van onderling overleg hangt af van de omstandigheden van het geval en zal afhangen van het doel van de samenwerking. Tijdens de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel waarmee het verplichte bod in de Nederlandse wet- en regelgeving werd ingevoerd, heeft de minister van Justitie hierover opgemerkt: “Wanneer samenwerking plaatsvindt met het oog op het gezamenlijk innemen van standpunten over de hoofdlijnen van corporate governance van een vennootschap zal daarbij [...] doorgaans het verkrijgen van overwegende zeggenschap als doel ontbreken. Ter verduidelijking kan hierbij worden opgemerkt dat doorgaans evenmin sprake zal zijn van samenwerking die is gericht op het verkrijgen van overwegende zeggenschap indien de samenwerking en informatie-uitwisseling tussen aandeelhouders op het gebied van corporate governance van een vennootschap betrekking heeft op een meer effectieve besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering of het bevorderen van de dialoog met de vennootschap. Anders gezegd: een effectieve dialoog tussen (een groep van) aandeelhouders en de ondernemingsleiding kan dus plaatsvinden zonder dat de verplichting ontstaat om een openbaar bod uit te brengen, voorzover degenen die deze dialoog voeren niet tot doel hebben overwegende zeggenschap te verkrijgen”¹⁵. De wetgever heeft echter geen concrete aanwijzingen gegeven wat nog onder corporate governance valt en wanneer sprake is van het willen uitoefenen van overwegende zeggenschap. De AFM heeft geen rol bij de invulling van het begrip “personen die in onderling overleg handelen” in het kader van het verplichte bod. Het is aan de ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam en uiteindelijk aan de Europese rechter om dit begrip in te vullen.

¹⁵ Kamerstukken I 2006/07, 30 419, nr. C.

DEEL III: PRAKTISCHE ZAKEN

III.1 Praktische zaken rond het uitoefenen van het stemrecht

Gezien de internationale spreiding van beleggingsportefeuilles van institutionele beleggers is het in de meeste gevallen ondoenlijk om alle vergaderingen van aandeelhouders te bezoeken. Om te stemmen zullen institutionele beleggers dus veelal een stemvolmacht (*proxy*) geven aan een derde. Die derde kan iedereen zijn. In de praktijk is hij doorgaans een vermogensbeheerder, een custodian, een gespecialiseerde partij (bijvoorbeeld een corporate governance dienstverlener, een administratie- of trustkantoor), een medeaandeelhouder of het bestuur van de onderneming.

De stemvolmacht kan 'open' zijn, wat impliceert dat de gevolmachtigde zelf mag besluiten hoe hij stemt, of 'gesloten' waarbij tevoren aan de gevolmachtigde wordt opgedragen hoe te stemmen. Op deze manier stemmen bij volmacht heet in het Engels *proxy voting*. Dat is een vorm van 'stemmen op afstand'. Andere vormen zijn stemmen via de post of via internet, *e-voting*. Dat laatste wordt steeds meer aangeboden. Hieronder wordt een aantal mogelijkheden op een rij gezet.

III.1.1 Verstrekken van een stemvolmacht aan een Eumedion-deelnemer die de algemene vergadering van de betreffende beursvennootschap bezoekt

Het is voor de deelnemers van Eumedion mogelijk om een stemvolmacht te verstrekken aan die Eumedion-deelnemer die de algemene vergadering van de betreffende vennootschap "fysiek" bezoekt. Eumedion stuurt ongeveer anderhalve maand voor het aandeelhoudersvergaderingenseizoen het overzicht van de Nederlandse aandeelhoudersvergaderingen rond waar een Eumedion-deelnemer present zal zijn en bereidwillig is om stemvolmachten van andere Eumedion-deelnemers mee te nemen. De volgende procedure is afgesproken:

1. Zodra de naam en de identiteitsgegevens van de persoon bekend zijn van de Eumedion-deelnemer die de algemene vergadering gaat bezoeken is het aanbevelenswaardig dit te melden aan de eigen bewaarbank (*custodian*). Dit kan soms elektronisch worden gedaan via een zogenoemd stemplatform. Via een dergelijk systeem kan worden aangegeven dat op de betreffende aandelen "fysiek" (dus tijdens de algemene vergadering) wordt gestemd. De contactgegevens van de persoon die daadwerkelijk gaat stemmen dienen daarbij te worden ingevuld. Deelnemers die niet van een dergelijk stemplatform gebruik maken dienen via een e-mail deze informatie ("fysiek" stemmen en door wie) naar de depotbank te sturen en een bankmedewerker vult dan het benodigde papierwerk in¹⁶.
2. De deelnemer krijgt van de *custodian* een depotbewijs dat als toegangkaart dient voor de betreffende algemene vergadering. Op dit bewijs staan vermeld: de naam van de economisch gerechtigde van de aandelen, het aantal aandelen dat de economisch gerechtigde op registratiedatum hield en de naam van degene aan wie de stemvolmacht is gegeven. Meestal dient

¹⁶ Het is echter aanbevelenswaardig om de *custodian* direct om een stemformulier te vragen, teneinde tijd te sparen en het risico dat in de 'stemketen' het een en ander misgaat.

de bank of de belegger een handtekening op het depotbewijs te zetten, teneinde daadwerkelijk toegang tot de aandeelhoudersvergadering te krijgen.

3. De persoon die de betreffende algemene vergadering bezoekt dient te worden geïnformeerd dat hij wordt gevolmachtigd om namens de betreffende deelnemer te stemmen en/of te spreken. Deze persoon zal de analyse van de te behandelen agendapunten, alsmede van het aanbevolen stemgedrag, tijdig voor de algemene vergadering rondsturen.
4. Zodra het ontwerp depotbewijs van de *custodian* is ontvangen, wordt aanbevolen dit concept naar de persoon te sturen die de algemene vergadering daadwerkelijk gaat bezoeken, zodat hij tijdig weet voor wie hij (nog meer) gaat stemmen en hoeveel aandelen hij bij benadering gaat vertegenwoordigen.
5. Het definitieve depotbewijs dient naar de volmachtenemer te worden gestuurd (bij voorkeur via fax of e-mail). Dit gebeurt ofwel door de *custodian* ofwel handmatig door de deelnemer (bijvoorbeeld als zijn handtekening daarop moet staan). De persoon die de betreffende algemene vergadering bezoekt dient dit depotbewijs naar de vergadering mee te nemen om aan te tonen dat hij ook stemt namens die andere partij.
6. Zodra de volmachtgever de conceptanalyse van de agendapunten en het aanbevolen stemgedrag heeft beoordeeld en heeft besloten om dit wel of niet te volgen, dient dit te worden doorgegeven aan de volmachtenemer. Het is mogelijk dat de volmachtenemer in de algemene vergadering verschillend stemt voor de volmachten.
7. Het is aanbevelenswaardig dat de volmachtgever een of twee dagen voor de aandeelhoudersvergadering nog contact heeft met de betreffende vennootschap om te verzekeren dat de vennootschap dezelfde informatie heeft ontvangen en dat de ingevulde formulieren aan de gestelde vereisten voldoen.
8. Het is aanbevelingswaardig dat de persoon die de aandeelhoudersvergadering fysiek bezoekt tenminste een uur voor het aanvangstijdstip van de vergadering aanwezig is. Hij is dan verzekerd van genoeg tijd om de verificatieprocedures te doorlopen. De persoon dient een geldig identiteitsbewijs bij zich te hebben. Het is nuttig gebleken om de namen en (mobiele) telefoonnummers van de betrokken *custodian(s)*, secretaris van de vennootschap en de beleggers die worden vertegenwoordigd bij de hand te hebben.

III.1.2 Stichting Communicatiekanaal aandeelhouders

In het vergaderseizoen 2000 bestond in Nederland voor het eerst de mogelijkheid om per volmacht te stemmen via de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders. Dit communicatiekanaal biedt aandeelhouders een gemakkelijke en efficiënte wijze om hun stem uit te brengen. Formeel gezien geven zij de volmacht aan een centrale gevolmachtigde, die in de vergadering namens hen stemmen uitbrengt. De centrale gevolmachtigde is willoos. Hij is een volmachtverzamelaar, die blindelings stemt

volgens gerichte instructie. Inhoudelijk gezien gaat het daarom eigenlijk om 'stemmen op afstand' (zonder fysiek op de aandeelhoudersvergadering aanwezig te zijn).

Het communicatiekanaal kent echter beperkingen. Een is dat slechts een klein aantal ondernemingen deelneemt. De tweede is dat in de praktijk alleen houders van Nederlandse effectenrekeningen worden bereikt. Dat zijn dus wel particulieren die een effectenrekening aanhouden bij een van de deelnemende Nederlandse banken, maar institutionele beleggers die een rekening bij een niet-Nederlandse *custodian* aanhouden, kunnen in de praktijk niet of moeilijk via het communicatiekanaal stemmen. De reden hiervoor is het grotendeels onontgonnen terrein van eigendomsaanspraken op effecten in internationale ketens van intermediairs.

III.1.3 Internationale praktijk

De aandelenportefeuille van een institutionele belegger zal voor het grootste deel bestaan uit niet-Nederlandse ondernemingen. De *custodians* (banken) van een institutionele belegger hebben doorgaans een relatie met een internationale *voting service*. Institutionele beleggers die hun stemrechten verbonden aan die niet-Nederlandse aandelen willen uitoefenen, kunnen dat doen door gebruikmaking van de internetmogelijkheden die door de internationale *voting service providers* worden aangeboden. Het is vervolgens aan de *custodian* om er als gevolmachtigde voor te zorgen dat de stem de vennootschap ook daadwerkelijk bereikt.

Via die internetmogelijkheid kunnen niet alleen stemmen worden uitgebracht, maar kunnen bijvoorbeeld ook per agendapunt stemadviezen worden verkregen via het adviesbureau met wie de institutionele belegger een relatie te zijn overeengekomen. Op deze wijze kan een institutionele belegger een groot deel van het stemproces uitbesteden en toch op een efficiënte wijze beredeneerd zijn stem doen gelden. Dit laat onverlet dat de institutionele belegger verantwoordelijk blijft voor het stemgedrag en derhalve voor de monitoring van de feitelijke uitvoering van het stembeleid door een derde. De institutionele belegger zal daarom moeten vaststellen wie binnen de eigen organisatie verantwoordelijk is voor het uitvoeren van het stembeleid. Daarbij moet worden bedacht dat in veel gevallen op korte termijn beslissingen moeten worden genomen, aangezien de periode tussen het publiceren van de agenda en het registreren van de uitgebrachte stem beperkt is. Ook moet worden bedacht dat stemmen, vanwege de koppeling tussen de datum van sluiting van het boekjaar en die van de algemene vergadering, veelal een seizoensgebonden activiteit is, met als zwaartepunt de periode maart – juni. Bovendien geldt dat de 'stemketen' zo sterk is als de zwakste schakel. Er zijn in de praktijk nog allerlei administratieve en juridische obstakels bij het uitoefenen van het stemrecht.

De internationale stemadviesbureaus bieden de volgende mogelijkheden:

- Het stemadviesbureau verschaft een analyse van de agendapunten, voorzien van een stemadvies. De cliënt hoeft de adviezen alleen nog te 'monitoren', bijvoorbeeld om te beoordelen of ze passen binnen het eigen stembeleid of binnen de eigen stemgedragrichtlijnen. Daarna kunnen de stemmen worden uitgebracht.
- Een verdergaande uitbesteding van het stemproces is mogelijk. Het proces van achtereenvolgens de ontvangst van de oproeping van een algemene vergadering en van de stemformulieren, het bepalen van het aantal stemmen dat kan worden uitgebracht, het uitbrengen van de stemmen zelf en het bijhouden van hoe is gestemd kan in zijn geheel worden overgedragen aan het stemadviesbureau. Het adviesbureau stemt dan overeenkomstig zijn stemgedragrichtlijnen dan wel aan de hand van het vooraf meegegeven stembeleid van de cliënt.
- Een variant hierop is de service dat alleen voor een door de cliënt geselecteerd aantal aandelen de cliënt alert wordt gemaakt op de omstandigheid dat specifieke aandacht voor de agenda van de algemene vergadering nodig is: meestal zijn dit de aandelen van de vennootschappen in het land waar de cliënt gevestigd is of van vennootschappen waar controversiële zaken spelen.

Institutionele beleggers die werken met externe vermogensbeheerders kunnen met deze overeenkomen dat ze op het stemrecht op de aandelen in portefeuille uitoefenen, conform het door de institutionele belegger opgestelde stembeleid. Dit is in de beheersovereenkomst vast te leggen. Daarbij zal het wel noodzakelijk blijven dat de institutionele belegger zich ervan vergewist dat dit beleid ook daadwerkelijk wordt uitgevoerd. De institutionele belegger blijft immers te allen tijde verantwoordelijk voor het stemgedrag op de aandelen die hij houdt.

III.1.4 Werven van stemvolmachten (*proxy solicitation*)

Een actieve institutionele belegger op het terrein van corporate governance zal niet alleen zelf willen stemmen, maar zich indien nodig ook met andere aandeelhouders in verbinding willen stellen om gezamenlijk tot grotere stemmenmacht te komen, door stemvolmachten te verzamelen (*proxy solicitation*). De wet ter implementatie van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code¹⁷ maakt het voor aandeelhouders mogelijk om – via de beursvennootschap – informatie naar de medeaandeelhouders te sturen. Het werven van stemvolmachten via het versturen van deze informatie is echter niet toegestaan. Eumedion coördineert in voorkomende gevallen inspanningen van deelnemers op dit gebied, waarbij een van de deelnemers aan andere institutionele beleggers stemvolmachten vraagt (zie hierboven). Hierbij dient wel aandacht te worden geschonken aan de problematiek van *acting in concert* (zie paragraaf II.5).

¹⁷ De Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (Staatsblad 2012, 588). Zie ook punt h) op pagina 10 van dit Handboek.

III.1.5 Engagement

Een institutionele belegger die gebruik wil maken van zijn stemrecht heeft in voorkomende gevallen niet genoeg aan eigen analyses van de door de vennootschap gepubliceerde voorstellen of adviezen van gespecialiseerde stemadviesbureaus. Hij zal van de vennootschap nadere duiding willen hebben of een toelichting op de voorstellen, voordat hij zijn stemgedrag bepaalt. De vennootschap zal dit in beginsel willen accommoderen om de kans op een tegenstem te verkleinen. Het aftasten van voorstellen voorafgaand aan de algemene vergadering voorkomt dat standpunten tijdens de vergadering onnodig worden gepolariseerd. Het voeren van *one on one* gesprekken past in dat licht bij een zorgvuldige voorbereiding van de besluitvorming op de algemene vergadering. Daarbij komt dat de algemene vergadering door haar massaliteit en de openbaarheid niet het meest geschikte forum is om een goede inhoudelijke gedachtewisseling te hebben over het beleid en de strategie van de vennootschap. Institutionele beleggers zoeken om deze redenen steeds meer de dialoog met de vennootschap buiten de algemene vergadering.

Er dient voorkomen te worden dat tijdens de *one on one* gesprekken koersgevoelige informatie over tafel gaat. Alle beleggers dienen namelijk gelijkelijk en gelijktijdig van de koersgevoelige informatie te worden voorzien. Indien het bestuur tijdens de dialoog met (een groep van) aandeelhouders toch (onbewust) koersgevoelige informatie meedeelt, zal deze informatie zo snel als mogelijk door middel van een persbericht openbaar moeten worden gemaakt, tenzij de vertrouwelijkheid van deze informatie is gewaarborgd, bijvoorbeeld doordat de ontvanger van de informatie is gebonden aan een geheimhoudingsplicht¹⁸. Institutionele beleggers kunnen zelf ook maatregelen nemen om de kans op 'ongelukken' te verminderen. Het is gebruikelijk om van tevoren vast te leggen dat er geen koersgevoelige informatie wordt uitgewisseld, waarbij de institutionele belegger zich uitdrukkelijk het recht voorbehoudt om eventuele toch verkregen koersgevoelige informatie zelf openbaar te maken indien de vennootschap dit niet zelf doet. Voorts is het aan te bevelen om een dergelijk gesprek met minimaal twee personen vanuit de institutionele belegger te voeren. Ook komt het voor dat een andere institutionele belegger bij het gesprek wordt uitgenodigd om de risico's van eenzijdige verspreiding van koersgevoelige informatie te verkleinen.

In een interview met één van haar (voormalige) bestuurders in twee dagbladen heeft de AFM enige guidance inzake *one on one* gesprekken tussen beursvennootschappen en aandeelhouders gegeven:

"Volgens Maatman hoeven bedrijven bij een-op-eengesprekken niet bang te zijn voor de AFM, mits er geen koersgevoelige informatie wordt uitgewisseld. 'Luisteren naar je aandeelhouders mag altijd. En dan mag een bestuurder best wat terugzeggen.' Maatman raadt wel aan een goed gespreksverslag te maken. 'De tekst hoeft niet op internet te verschijnen en een bandopname is ook niet nodig.'" (Financieele Dagblad, 20 november 2009). "Dat neemt niet weg dat bestuurders heel behoedzaam moeten zijn bij het delen van koersgevoelige informatie. Je mag een aandeelhouder daar niet mee overvallen. En het moet noodzakelijk zijn." (De Telegraaf, 20 november 2009).

¹⁸ Art. 5:59 Wft.

Deze uitspraken maken duidelijk dat ook de AFM van mening is dat een dialoog tussen aandeelhouders en vennootschappen kan bijdragen aan een beter begrip en herstel van het vertrouwen over en weer¹⁹.

¹⁹ Dit laat onverlet dat een institutionele belegger er ook voor kan kiezen op de voet van artikel 5:59 lid 5 Wft een overeenkomst tot geheimhouding met de ondernemingsleiding aan te gaan. Een institutionele belegger zal een dergelijke overeenkomst overigens niet lichtvaardig ondertekenen, aangezien een institutionele belegger dan niet meer mag handelen in de aandelen (en overige effecten) van de vennootschap waarop de voorwetenschap betrekking heeft. Een dergelijke handelsrestrictie kan (zeer) kostbaar zijn en strijdigheid opleveren met de door de institutionele beleggers gehanteerde beleggingsstrategie.

DEEL IV: OVER EUMEDION

Goed ondernemingsbestuur

In Eumedion werken pensioenfondsen en andere grote vermogensbeheerders van over de hele wereld samen om hun rol als (mede-)eigenaar van Nederlandse beursvennootschappen beter te vervullen. Een onderneming is immers een samenwerkingsvorm van allerlei belanghebbenden die voor hun bijdrage beloond willen worden. Bij kleinere ondernemingen weegt de eigenaar de deelbelangen af en bepaalt de eigenaar uiteindelijk het ondernemingsbeleid. Bij beursvennootschappen is het eigendom verspreid over de aandeelhouders die hun stem op de aandeelhoudersvergadering willen laten gelden en ook daarbuiten in dialoog met de bedrijfsleiding kunnen treden. Eumedion verenigt institutionele beleggers, behartigt hun belangen als aandeelhouder en bevordert goed ondernemingsbestuur.

Meer dan duizend miljard euro

Eumedion is in 2006 opgericht en telt inmiddels ongeveer zeventig deelnemers. Ruim de helft van hen zijn Nederlandse pensioenfondsen. De overige deelnemers zijn beleggingsfondsen, verzekeringsmaatschappijen en andere vermogensbeheerders van meest Nederlandse bodem. Het aantal buitenlandse vermogensbeheerders dat in Eumedion deelneemt, is inmiddels substantieel en blijft groeien.

Samen beheren de deelnemers in Eumedion meer dan duizend miljard euro. Dat is ongeveer twee keer zo veel als wij met z'n allen jaarlijks in Nederland verdienen. Bij elkaar houden de deelnemers in Eumedion gezamenlijk ongeveer 20% van de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen.

Krachten bundelen

Vroeger streek je als aandeelhouder het dividend op en als het ondernemingsbeleid je niet beviel, verkocht je de aandelen. Dat is veranderd. Zeker van grote institutionele beleggers wordt verwacht dat zij hun verantwoordelijkheid als mede-eigenaar nemen. Eumedion helpt hen daarbij.

In de eerste plaats door het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen efficiënter te laten verlopen. Zo is het mede aan Eumedion te danken dat Nederlandse beursvennootschappen hun agenda eerder bekend maken en de beleggers zich dus beter kunnen voorbereiden. Deelnemers van Eumedion treden vaak ook namens elkaar op in aandeelhoudersvergaderingen. Zo kunnen ze hun stem laten horen in de discussie en ook hun stem uitbrengen zonder zelf op alle vergaderingen aanwezig te zijn. Ook kan Eumedion namens de deelnemers contact zoeken met het bestuur en de raad van commissarissen om punten van zorg over te brengen.

Verder komt Eumedion in Den Haag en Brussel op voor de belangen van institutionele beleggers. Zo volgt Eumedion de ontwikkelingen op het gebied van wet- en regelgeving heel kritisch en doet ze ook voorstellen hoe het beter kan. Eumedion maakt als vertegenwoordiger van institutionele beleggers, ook

deel uit van verschillende instellingen, zoals de Monitoring Commissie Corporate Governance Code en de Raad voor de Jaarverslaggeving.

Op deze manier draagt Eumedion bij aan een goed bestuur van beursvennootschappen terwijl ze de deelnemers tijd en geld bespaart.

Beleid en uitvoering

Eumedion laat regelmatig onderzoek verrichten naar actuele zaken op het gebied van ondernemingsbestuur en duurzaamheid; bijvoorbeeld het beloningsbeleid voor het bestuur van beursvennootschappen. Met allerlei publicaties en persberichten, neemt Eumedion ook deel aan het publieke debat. Hierbij is het jaarlijkse symposium altijd een hoogtepunt, vooral doordat de deelnemers direct met elkaar het debat aangaan. Eumedion heeft verder vijf commissies die zich richten op deelgebieden als wetgeving, financiële verslaggeving, aandeelhoudersvergaderingen en de dialoog met ondernemingen. De leden van deze commissie kunnen ook namens Eumedion in dialoog treden met bijvoorbeeld wetgevers of vertegenwoordigers van andere belanghebbenden. De directeur van Eumedion en zijn medewerkers organiseren alle processen en zorgen voor een ongestoord verloop ervan. Verder heeft Eumedion een Algemeen Bestuur met daarin vertegenwoordigers van de deelnemers. Het Algemeen Bestuur bepaalt het beleid en kiest uit haar midden een Dagelijks Bestuur, dat toeziet op de uitvoering van het beleid. Het Algemeen bestuur legt verantwoording af aan de Vergadering van Deelnemers die twee keer per jaar plaatsvindt.

Contact

Meer informatie over Eumedion vindt u op de website: www.eumedion.nl. Hier vindt u ook alle publicaties zoals onderzoeksrapporten, standpunten en persberichten. En u kunt natuurlijk ook gewoon contact opnemen met Eumedion:

E-mail: info@eumedion.nl

Telefoon: (020) 708 5888

Fax: (020) 708 5889

Postadres:

Postbus 75926

1070 AX AMSTERDAM

Bezoekadres:

Symphony Toren

Gustav Mahlerplein 109-111

1082 MS AMSTERDAM

Bijlage I: Eumedion uitgangspunten verantwoord bezoldigingsbeleid van het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen

Achtergrond

Binnen het vennootschapsrecht zijn in Nederland de taken van het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering duidelijk onderscheiden. Het bestuur bestuurt de vennootschap; de raad van commissarissen houdt toezicht op het bestuur en staat het bestuur met raad ter zijde en de algemene vergadering controleert zowel het bestuur als de raad van commissarissen. Aandeelhouders behoren niet op de stoel van de bestuurders, noch op de stoel van de commissarissen te zitten.

Waar het de bezoldiging van bestuurders betreft, ligt de taakverdeling echter anders. Het bestuur stelt direct dan wel indirect de bezoldiging van alle andere medewerkers van de vennootschap vast. Maar het is vanzelfsprekend ongewenst dat bestuurders hun eigen bezoldiging bepalen. Ten aanzien van de bezoldiging van statutaire bestuurders hebben commissarissen daarom een meer uitvoerende taak gekregen. Als gevolg daarvan verschuift ook de taak van de algemene vergadering. Bij de bezoldiging van het bestuur geldt dat de raad van commissarissen hier het beleid initieert en uitvoert en dat de algemene vergadering toezicht houdt op de wijze waarop commissarissen dit doen.

De wetgever heeft deze bijzondere rolverhouding op het gebied van bestuurdersbezoldiging per 1 oktober 2004 uitdrukkelijk vorm gegeven. Sinds die datum heeft de algemene vergadering het recht het bezoldigingsbeleid voor bestuurders vast te stellen en het recht om regelingen in de vorm van aandelen of rechten tot het nemen van aandelen goed te keuren. Volgens de wet stelt de algemene vergadering ook de bezoldiging van individuele bestuurders vast, maar het is toegestaan om hiertoe statutair een ander orgaan aan te wijzen. Dat laatste is bij beursvennootschappen met gespreid aandeelhouderschap meestal het geval. Daar is de vaststelling van de bezoldiging van individuele bestuurders veelal overgedragen aan de raad van commissarissen of aan de vergadering van houders van prioriteitsaandelen die op dit gebied het beleid uitvoert.

In de praktijk stelt de algemene vergadering bij beursvennootschappen, op voordracht van de raad van commissarissen, aldus alleen het bezoldigingsbeleid voor bestuurders vast, dat vervolgens wordt uitgevoerd door de raad van commissarissen. Zoals principe II van de Nederlandse corporate governance code²⁰ stelt: “De raad van commissarissen stelt de bezoldiging van de individuele bestuurders vast, op voorstel van de remuneratiecommissie, een en ander binnen het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid”. De uitkomst van dat beleid – de totale bezoldiging van individuele bestuurders, onderscheiden naar de verschillende componenten – dient op

²⁰ In dit document is uitgegaan van de versie van de code die door de Monitoring Commissie Corporate Governance Code is opgesteld en op 10 december 2008 is gepubliceerd.

grond van de wet in de toelichting op de jaarrekening te worden vermeld. Zo kan de algemene vergadering toezicht houden op de uitvoering van het beleid door de raad van commissarissen.

Die toezichthoudende rol van de algemene vergadering omvat aldus verschillende onderdelen. Het gaat om het (vooraf) vaststellen van een voorstel voor een bezoldigingsbeleid voor het bestuur, om het (vooraf) vaststellen van eventuele wijzigingen in dit beleid, om het (vooraf) goedkeuren van regelingen in de vorm van aandelen of rechten tot het nemen van aandelen, om het (vooraf) goedkeuren van eventuele wijzigingen in deze regelingen en om de toetsing (achteraf) van de uitkomsten van het beleid, zoals die tot uiting komen in het remuneratierapport van de raad van commissarissen dat onderdeel uitmaakt van het jaarverslag (best practice bepaling II.2.12 jo. III.1.2 van de Nederlandse corporate governance code).

Om Nederlandse en buitenlandse aandeelhouders in de beursvennootschappen met statutaire zetel in Nederland²¹ te ondersteunen bij de toezichthoudende taak die hen door de wet en de Nederlandse corporate governance code op het gebied van bestuurdersbezoldiging is toebedeeld, heeft Eumedion onderstaande uitgangspunten voor een verantwoord bezoldigingsbeleid opgesteld. Zij zien zowel op het proces en de verantwoording als op de structuur en de inhoud van een verantwoord bezoldigingsbeleid.

De onderstaande uitgangspunten bouwen voort op de Eumedion-aanbevelingen over bestuurdersbezoldiging uit 2006 en de bepalingen uit de aangepaste Nederlandse corporate governance code van december 2008. Op een aantal punten gaan zij echter verder, zoals de uitgangspunten 8 en 9, omdat in de aangepaste Nederlandse corporate governance code nog onvoldoende rekening kon worden gehouden met de recente conclusies van de nationale en internationale discussie over een verantwoord bezoldigingsbeleid. Met de uitgangspunten onderschrijft Eumedion nadrukkelijk het mandaat van de raad van commissarissen om een passende bezoldigungsstructuur voor het bestuur te ontwerpen. De vaststelling daarvan blijft onverminderd een bevoegdheid van de algemene vergadering. De nadruk komt meer te liggen op een adequate verantwoording achteraf van het vooraf vastgestelde beleid en de ruimte die daarin besloten ligt, opdat de algemene vergadering toezicht kan houden op de uitvoering van het bezoldigingsbeleid. Dit is onder andere terug te vinden in de uitgangspunten 4 en 5. Daarin wordt onder meer aanbevolen om, in navolging van de bestaande wettelijke regels in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, het verslag van de uitvoering van het bezoldigingsbeleid over het betreffende boekjaar (het remuneratierapport) ter stemming voor te leggen aan de algemene vergadering. Daarnaast wordt

²¹ Aangezien de reikwijdte van de werkzaamheden van Eumedion zich beperkt tot de corporate governance en duurzaamheidsonderwerpen bij Nederlandse beursvennootschappen, zien de principes uit dit document alleen op deze groep vennootschappen. De principes kunnen door aandeelhouders mogelijk ook worden toegepast op andere beursvennootschappen en rechtspersonen.

aanbevolen om het bezoldigingsbeleid minimaal één keer per vier jaar in zijn geheel te evalueren en om de algemene vergadering te laten beslissen over de voortzetting van dit beleid dan wel de wijzigingen daarin. Voorts wordt aanbevolen om eventuele variabele bezoldigingselementen niet alleen te baseren op financiële, maar mede op milieu-, sociale en/of governance ('ESG') doelstellingen.

Eumedion-uitgangspunten

Proces en verantwoording

1. De raad van commissarissen²² is verantwoordelijk voor het opstellen van een bezoldigingsbeleid voor het bestuur alsmede voor de uitvoering en de uitkomsten daarvan.
2. Het bezoldigingsbeleid voor het bestuur en wijzigingen daarin worden vastgesteld door de algemene vergadering. Regelingen in de vorm van aandelen of rechten tot het nemen van aandelen en wijzigingen daarin worden separaat ter goedkeuring aan de algemene vergadering voorgelegd.
3. De raad van commissarissen legt in het remuneratierapport verantwoording af over de uitvoering en de uitkomsten van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur. Het remuneratierapport laat zien op welke wijze de feitelijke betalingen, waaronder eventuele variabele bezoldigingselementen, voortvloeien uit het vastgestelde bezoldigingsbeleid, opdat de algemene vergadering toezicht kan houden op de uitvoering van dit beleid. Het remuneratierapport bevat tevens een verantwoording over de eventuele bezoldiging die in het verslagjaar discretionair door de raad van commissarissen is toegekend.
4. Het verdient aanbeveling dat vennootschappen het remuneratierapport als apart agendapunt ter stemming voorleggen aan de algemene vergadering. Indien de raad van commissarissen het remuneratierapport niet ter stemming aan de algemene vergadering voorlegt, kunnen aandeelhouders hun oordeel over de uitvoering van het remuneratiebeleid door de raad van commissarissen niet rechtstreeks geven. In dat geval kunnen aandeelhouders het remuneratierapport betrekken bij de bepaling van het stemgedrag bij andere agendapunten.
5. De raad van commissarissen toetst mede aan de hand van de uitkomsten jaarlijks of het bezoldigingsbeleid voor het bestuur nog passend is voor de vennootschap. Het bezoldigingsbeleid voor het bestuur wordt minimaal één keer in de vier jaar in zijn geheel geëvalueerd en de algemene vergadering stelt de voortzetting van het bestaande beleid dan wel wijzigingen daarin vast.

²² In het geval de vennootschap heeft gekozen voor het opnemen van uitvoerende bestuurders en toezichthoudende bestuurders in één vennootschapsorgaan ('one-tier bestuursstructuur'), gelden de principes uit dit document die betrekking hebben op "de raad van commissarissen" ook voor de toezichthoudende of niet uitvoerende bestuurders. Daar waar in het document wordt gesproken van "het bestuur" of "bestuurders" dient voor vennootschappen die de 'one-tier bestuursstructuur' toepassen gelezen te worden: uitvoerende bestuurders.

Structuur en inhoud

6. Het bezoldigingsbeleid voor het bestuur sluit aan bij de langetermijnstrategie van de vennootschap en de daarbij behorende doelstellingen. Het bezoldigingsbeleid voor het bestuur bevat geen prikkels die afbreuk kunnen doen aan de taakopdracht van het bestuur om de langetermijnbelangen van de vennootschap te dienen.
7. De structuur en de hoogte van de bezoldiging van bestuurders zijn passend ten opzichte van het algemene bezoldigingsbeleid van de vennootschap. De raad van commissarissen geeft zich rekenschap van de voorbeeldfunctie die bestuurders vervullen ten opzichte van de overige werknemers van de vennootschap.
8. De bezoldiging van bestuurders is gebaseerd op een vast salaris. Eventuele variabele bezoldigingselementen worden vooraf gemaximeerd. De (voorwaardelijke) toekenning en de uitkering van variabele bezoldigingselementen zijn afhankelijk van het realiseren van tevoren vastgestelde doelstellingen²³ alsook van de wijze waarop de doelstellingen zijn behaald²⁴.
9. De termijn voor de onvoorwaardelijke toekenning van lange termijn variabele bezoldigingselementen is voldoende lang om recht te doen aan de langetermijnstrategie van de vennootschap en de daarbij behorende doelstellingen. Doorgaans is deze termijn ten minste drie jaar.
10. Het verdient aanbeveling dat variabele bezoldigingselementen mede zijn gebaseerd op milieu-, sociale en/of governance doelstellingen. Deze doelstellingen zijn helder, duidelijk kwantificeerbaar, tijdsgelateerd en uitdagend en hebben een directe relatie met de strategie en de operationele risico's. De doelstellingen zijn meetbaar en transparant en zijn terug te leiden op de prestaties.
11. De raad van commissarissen heeft een discretionaire bevoegdheid²⁵ bij de onvoorwaardelijke toekenning van de variabele bezoldigingselementen om onbillijke uitkomsten, bijvoorbeeld bij overname en/of ontslag, tegen te gaan.
12. De regeling betreffende variabele bezoldigingselementen bevat een bepaling dat reeds onvoorwaardelijk en/of uitgekeerde variabele bezoldigingselementen kunnen worden teruggevorderd als naderhand blijkt dat zij (deels) onterecht, op basis van onjuiste (financiële) informatie, zijn toegekend. Indien dit geval zich voordoet, zet de raad van commissarissen een procedure in werking om de betreffende bezoldigingselementen terug te vorderen.

²³ De term "doelstellingen" ziet niet uitsluitend toe op financiële doelstellingen.

²⁴ Daarbij kan o.a. rekening worden gehouden met de risico's die zijn genomen.

²⁵ De term "discretionaire bevoegdheid" ziet primair op de mogelijkheid voor de raad van commissarissen om de omvang van de uit te keren variabele bezoldigingselementen vóór het onvoorwaardelijk worden daarvan benedenwaarts aan te passen. Opwaartse bijstelling kan niet worden uitgesloten, maar zal zich uitsluitend kunnen voordoen indien de uitkering van de variabele bezoldigingselementen zo laag zou zijn dat nakoming ervan naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.

Bijlage II: Eumedion-aanbevelingen inzake de delegatie van emissiebevoegdheid

a) **Bij delegatie betrokken organen.** In het geval van delegatie van emissiebevoegdheid van nieuwe aandelen wordt het bestuur daartoe door de algemene vergadering van aandeelhouders aangewezen. Indien er op basis van de verleende emissiemachtiging nieuwe aandelen worden uitgegeven, dan vereist dat de voorafgaande goedkeuring van de raad van commissarissen, tenzij de emissie plaatsvindt in het kader van een door de algemene vergadering van aandeelhouders goedgekeurde aandelen- en/of optieregeling.

(b) **Agendering en toelichting.** Het agendapunt over delegatie van emissiebevoegdheid dient goed te worden toegelicht. In deze toelichting dienen de motieven voor dit voorstel en de voorwaarden voor de uitoefening van de te delegeren bevoegdheid (waaronder het maximumaantal uit te geven aandelen, de delegatieperiode en de wijze van vaststelling van de uitgiftekoers) te worden uiteengezet. In geval van delegatie van emissiebevoegdheid voor verschillende soorten aandelen dienen deze voorstellen afzonderlijk te worden geagendeerd en toegelicht. In geval van delegatie van emissiebevoegdheid met verschillende doelstellingen (zoals beoogde acquisities of aandelen- en optieregelingen) dienen deze doelstellingen in de toelichting te worden gespecificeerd en dient delegatie van emissiebevoegdheid van aandelen in dezelfde klasse met verschillende doelstellingen afzonderlijk te worden geagendeerd.

(c) **Maximumaantal uit te geven aandelen.** Als geen materiële financieringsbehoefte in de beoogde delegatieperiode is voorzien, dient een machtiging tot uitgifte van gewone aandelen of financieringspreferente aandelen te strekken tot uitgifte van maximaal 10% van het geplaatste kapitaal na uitgifte (inclusief de uitgifte van aandelen die verband houdt met het uitkeren van stockdividend en/of met aandelen(optie)plannen). Een machtiging tot uitgifte van gewone aandelen of financieringspreferente aandelen welke mag worden gebruikt voor fusies en overnames gedurende de machtigingsperiode dient ook te strekken tot uitgifte van maximaal 10% van het geplaatste kapitaal na uitgifte.

(d) **Delegatieperiode.** Delegatie van emissiebevoegdheid dient te worden verleend voor een maximumperiode van 18 maanden vanaf het moment van het delegatiebesluit. Het delegatiebesluit dient te vermelden of de delegatie door de algemene vergadering van aandeelhouders kan worden ingetrokken. Het heeft de voorkeur om, in geval van een nog lopende delegatieperiode, het voorstel te formuleren als een verlenging van deze lopende delegatie, ter voorkoming van onduidelijkheid of de lopende delegatie naast de nieuwe delegatie blijft bestaan.

(e) **Toegestane uitgiftekoers.** Indien de uitgiftekoers materieel lager is dan de gemiddelde beurskoers van het betrokken aandeel over de voorafgaande drie maanden, dan dient het bestuur dit te melden en te motiveren.

(f) **Uitsluiting en beperking van voorkeursrecht.** Een combinatie van delegatie van emissiebevoegdheid en uitsluiting/beperking voorkeursrecht kan alleen worden toegestaan onder de voorwaarde dat:

- i) de raad van commissarissen goedkeuring verleent aan de emissie en aan de uitsluiting/beperking van het voorkeursrecht;
- ii) bij het uitoefenen door het bestuur van deze beide bevoegdheden de waarde van de inbreng niet meer dan 10% lager is dan de gemiddelde beurskoers over een representatieve voorafgaande periode van drie maanden; en
- iii) een bestuursbesluit gebaseerd op deze delegatie op de website van de vennootschap wordt geplaatst, tezamen met een uiteenzetting en toelichting van de voorgenomen inbreng.

(g) **Beschermingspreferente aandelen.** Beschermingspreferente aandelen worden slechts genomen:

- i) als een tijdelijke, noodzakelijke bescherming tegen een concrete bedreiging van de zelfstandigheid en de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap, na zorgvuldige afweging van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming, de aandeelhouders, de werknemers en andere bij de vennootschap en haar onderneming betrokkenen;
- ii) door een rechtspersoon waarvan het bestuur onafhankelijk is ten opzichte van de vennootschap;
- iii) tot een maximum dat niet hoger mag zijn dan 100% van het nominaal bedrag van de reeds geplaatste aandelen;
- iv) met als doel om het bestuur en de raad van commissarissen van de beursvennootschap de tijd te verschaffen om in constructief overleg te treden met de bieder, om mogelijke alternatieven te verkennen en om de aandeelhouders van de vennootschap te informeren. Het bestuur geeft binnen zes maanden na de uitgifte van de beschermingspreferente aandelen een verklaring uit over de uitkomst dan wel 'tussenstand' en belegt een buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders om deze verklaring met de aandeelhouders te bespreken.

In geval van een voorstel tot delegatie van de bevoegdheid tot het uitgeven van beschermingspreferente aandelen welke bevoegdheid zal worden uitgeoefend door verlening van een calloptie (aan een rechtspersoon) dient de toelichting een omschrijving te bevatten van:

- i) de (concept-)optieovereenkomst, met vermelding van de voorwaarden waaronder de optie kan worden uitgeoefend;
- ii) het maximumaantal beschermingspreferente aandelen dat kan worden uitgegeven;
- iii) de maximumperiode gedurende welke de beschermingspreferente aandelen zullen uitstaan;

- iv) de voorwaarden waaronder de vennootschap tot intrekking van de beschermingspreferente aandelen kan overgaan; en
- v) de samenstelling van het bestuur van de rechtspersoon waarmee de optieovereenkomst is of wordt gesloten;

Deze gegevens dienen ook jaarlijks in het jaarverslag te worden gemeld.

Het bestuur van de beursvennootschap zal de algemene vergadering niet om een machtiging verzoeken om zelf eventueel beschermingspreferente aandelen uit te geven.

Bijlage III: Eumedion aanbevelingen inzake de machtiging tot inkoop van eigen aandelen en inzake de verantwoording over het dividendbeleid

1. Aanbevelingen delegatie bevoegdheid tot inkoop eigen aandelen

(a) **Bij delegatie betrokken organen.** In het geval van delegatie van de bevoegdheid tot inkoop van eigen aandelen wordt het bestuur daartoe door de algemene vergadering aangewezen. Indien er op basis van de verleende inkoopmachtiging daadwerkelijk aandelen worden ingekocht, dan vereist dat de voorafgaande goedkeuring van de raad van commissarissen. In het geval van een 'one tier board' structuur, vereist de daadwerkelijke inkoop de goedkeuring van de niet-uitvoerende bestuurders.

(b) **Agendering en toelichting.** Het agendapunt over delegatie van de inkoopbevoegdheid dient goed te worden toegelicht. In deze toelichting dienen de motieven voor dit voorstel en de voorwaarden voor de uitoefening van de te delegeren bevoegdheid (waaronder het maximumaantal in te kopen aandelen, de delegatieperiode en de wijze van vaststelling van de inkoopprijs) te worden uiteengezet. In geval van delegatie van inkoopbevoegdheid voor verschillende soorten aandelen dienen deze voorstellen afzonderlijk te worden geagendeerd en toegelicht.

(c) **Maximумаantal in te kopen aandelen.** De vennootschap mag gedurende de delegatieperiode tot maximaal de helft van het geplaatste kapitaal aan eigen aandelen *verkrijgen*. Als geen materiële reorganisatie van de kapitaalstructuur in de beoogde delegatieperiode is voorzien, mag de vennootschap op enig moment in deze delegatieperiode echter in beginsel niet meer dan maximaal 10% van het geplaatste kapitaal aan eigen aandelen *houden*. Dit betekent dat het maximumaantal eigen aandelen dat een vennootschap op enig moment "op de plank" heeft in beginsel niet de 10% van het geplaatste kapitaal te boven mag gaan. Indien een materiële reorganisatie van de kapitaalstructuur in de beoogde delegatieperiode is voorzien, mag het aantal eigen aandelen dat op enig moment in de delegatieperiode wordt gehouden, worden opgetrokken tot 20% van het geplaatste kapitaal²⁶. De vennootschap dient een dergelijke machtiging wel goed toe te lichten. Indien de vennootschap binnen de machtigingsperiode meer eigen aandelen wenst in te kopen, dan dienen eerst de reeds ingekochte eigen aandelen te worden ingetrokken, hetgeen een besluit van de algemene vergadering vergt. Het verdient daarom aanbeveling om in ieder geval bij een materiële reorganisatie van de kapitaalstructuur het verzoek tot machtiging tot inkoop van eigen aandelen vergezeld te laten gaan van een verzoek tot machtiging tot intrekking van de ingekochte aandelen.

(d) **Heruitgifte van ingekochte aandelen.** Bij het vragen van de machtiging tot de inkoop van eigen aandelen, moet altijd duidelijk worden vermeld of het de bedoeling is om deze aandelen opnieuw uit te

²⁶ In het geval van een voorstel tot inkoop van financieringspreferente en/of beschermingspreferente aandelen kunnen andere maxima gelden.

geven (bijvoorbeeld in het kader van optie- en/of aandelenplannen). Zonder een dergelijke toelichting moet worden aangenomen dat de ingekochte aandelen niet opnieuw worden geplaatst. Ingekochte aandelen mogen niet worden geplaatst bij een partij met het doel een overname te vergemakkelijken dan wel een overname door een andere partij te verhinderen ('targeted stock placement').

(e) **Delegatieperiode.** Delegatie van bevoegdheid tot inkoop van eigen aandelen kan worden verleend voor een maximumperiode van 18 maanden vanaf het moment van het delegatiebesluit. In het delegatiebesluit dient te worden vermeld dat de algemene vergadering de delegatie kan intrekken, waarbij de voorwaarden voor intrekking nauwkeurig zijn omschreven in het delegatiebesluit. Het heeft de voorkeur om, in geval van een nog lopende delegatieperiode, het voorstel te formuleren als een verlenging van deze lopende delegatie, ter voorkoming van onduidelijkheid of de lopende delegatie naast de nieuwe delegatie blijft bestaan.

(f) **Wijze van inkoop.** Bij het vragen van de machtiging tot de inkoop van eigen aandelen moet duidelijk worden aangegeven hoe de betreffende aandelen zullen worden ingekocht: via de beurs of op andere wijze. Daarbij moet ook duidelijk zijn dat alle aandeelhouders in gelijke mate hun aandelen kunnen aanbieden ter inkoop. In bijzondere gevallen waarbij aandelen van een of enkele aandeelhouders worden ingekocht, moet de motivatie voor deze transacties duidelijk zijn en moet dit duidelijk kenbaar zijn voor alle aandeelhouders.

(g) **Toegestane inkoopprijs.** De inkoopprijs dient niet hoger te zijn dan 110% van de marktprijs van het aandeel; de marktprijs is het gemiddelde van de hoogste prijs van het aandeel op elk van de vijf handelsdagen voorafgaand aan de datum van de inkoop. Indien het bestuur vraagt om een machtiging voor een hogere inkoopprijs dan dient dit goed te worden toegelicht.

(h) **Tempo van de inkoop.** Inkooptransacties zijn niet bedoeld om de koers van het aandeel tijdelijk te beïnvloeden. De vennootschap dient daarom duidelijk aan te geven welke voorzorgen zijn genomen om te voorkomen dat inkooptransacties per dag de koers ter beurse beïnvloeden. Ten minste moet daarbij worden aangegeven welk maximumaantal aandelen per beursdag wordt gekocht (of welk maximumpercentage van de per dag verhandelde aandelen), hoe inkooptransacties zich verhouden tot de koersgerelateerde doelstellingen in het bezoldigingsbeleid en welke interne of externe partij is belast met de inkoop.

(i) **Transparantie over inkooptransacties.** Om goed inzicht te krijgen in de ontwikkeling van de inkooptransacties in het boekjaar, neemt de vennootschap in het jaarverslag een mutatieoverzicht op met de ontwikkelingen in het aantal ingekochte eigen aandelen.

2. Aanbevelingen dividendbeleid

- (a) **Verslaggeving.** Het dividendbeleid wordt inzichtelijk en helder op een plaats in het jaarverslag beschreven. Het zou de transparantie ten goede komen indien de relatie tussen het dividendbeleid en mogelijke andere relevante aspecten van het strategische beleid van de onderneming zou kunnen worden geduid. Men kan hierbij denken aan aspecten van lange termijnontwikkeling, innovatie, fusie en overnames en de bezoldiging van bestuurders. Een vennootschap die dividend uitkeert geeft aan welke maatstaf of maatstaven worden gehanteerd voor het bepalen van de hoogte van het dividend en geeft daarvan een goede onderbouwing. Een vennootschap die (nog) geen dividend uitkeert, geeft in het jaarverslag aan waarom zij dit (nog) niet doet en wanneer en onder welke condities het bestuur zal overwegen om wel dividend uit te keren. Een vennootschap die overweegt dividend uit te keren, geeft aan wanneer er eventueel sprake zal zijn van de uitkering van dividend.
- (b) **Agendering.** Het dividendbeleid van de vennootschap wordt als apart agendapunt op de algemene vergadering behandeld en verantwoord.

Bijlage IV: Eumedion handvatten voor de inhoud van de toelichting op de voordracht voor benoeming of herbenoeming externe accountant

Best practice bepaling V.2.3 van de Code Tabaksblat 2008 luidt: “Het bestuur en de auditcommissie maken ten minste eenmaal in de vier jaar een grondige beoordeling van het functioneren van de externe accountant in de diverse entiteiten en capaciteiten waarin de externe accountant fungeert. De belangrijkste conclusies hiervan worden aan de algemene vergadering medegedeeld ten behoeve van de beoordeling van de voordracht tot benoeming van de externe accountant”. Eumedion gaat ervan uit dat, naar de huidige inzichten van goede corporate governance, de auditcommissie bij de evaluatie het voortouw neemt, met gebruikmaking van de input van het bestuur en de interne auditor.

Eumedion-deelnemers zouden het op prijs stellen in het kader van de in de Code genoemde “grondige beoordeling van het functioneren van de externe accountant” in de toelichting op het (her)benoemingsvoorstel van de externe accountant de volgende informatie te ontvangen:

- a) Het proces om tot deze grondige beoordeling van het functioneren van de externe accountant te komen.
- b) Een weergave van de belangrijkste conclusies van de grondige beoordeling, waarbij ook wordt ingegaan op: i) de kwaliteit van de controlewerkzaamheden, ii) de toereikendheid en invulling van de controleopdracht, iii) de kwaliteit van de inhoud van de rapportages aan het bestuur en de auditcommissie, iv) de onafhankelijkheid van de externe accountant, v) het algemene optreden van de externe accountant, inclusief zijn professioneel-kritische houding, vi) de expertise en samenstelling van het controleteam, vii) de kosten en viii) de toepassing van de Code voor Accountantsorganisaties door de betreffende accountantsorganisatie.

De raad van commissarissen kan naar aanleiding van de grondige beoordeling besluiten tot een procedure tot aanbesteding van de controleopdracht. Eumedion acht het wenselijk dat dit in ieder geval één keer in de zeven jaar gebeurt. Eén jaar voor de aanbestedingsprocedure wordt deze procedure in het verslag van de raad van commissarissen aangekondigd. In het geval wordt besloten tot een aanbestedingsprocedure, dan zouden Eumedion-deelnemers het op prijs stellen om in de toelichting op het voorstel tot benoeming van een nieuwe accountantsorganisatie of tot herbenoeming van de huidige accountantsorganisatie de volgende informatie over de aanbestedingsprocedure te ontvangen:

- a) Het aantal accountantsorganisaties dat is benaderd om een offerte uit te brengen.
- b) Een beschrijving van de selectiecriteria, waarbij in ieder geval wordt aangesloten bij het beleid van de vennootschap t.a.v. de onafhankelijkheid van de externe accountant en de kwaliteitsbeheersing van de betreffende accountantsorganisatie.
- c) Een beschrijving van het selectieproces.
- d) De doorslaggevende reden(en) voor de voordracht van het betreffende accountantsorganisatie.
- e) De reikwijdte van de controleopdracht.

- f) Het beleid ten aanzien van eventueel door dezelfde accountantsorganisatie uit te voeren adviesopdrachten (procedure van goedkeuring, hantering van maximumpercentage van de totale controlekosten, etc.).
- g) De voorgestelde benoemingstermijn van de externe accountant.
- h) In het geval het gaat om een voorstel tot herbenoeming van de externe accountant, de lengte van de termijn dat de 'zittende' accountantsorganisatie reeds met de controle van de jaarrekening is belast.

Appendix V: Eumedion Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap

1.0 Inleiding

1.1 Eumedion-deelnemers vinden dat het op verantwoorde wijze uitoefenen van de aan de aandelen verbonden zeggenschapsrechten de *checks and balances* binnen beursvennootschappen versterkt. Dit is cruciaal voor het creëren van langetermijnwaarde voor de vennootschap en al haar stakeholders, waaronder aandeelhouders. Verantwoordelijk gedrag betekent niet alleen dat Eumedion-deelnemers een 'geïnformeerde' stem²⁷ uitbrengen op aandeelhoudersvergaderingen, maar omvat ook het monitoren van de activiteiten van de vennootschappen waarin zij beleggen. Onder deze monitoring kan ook het in stand houden van een dialoog met bestuurders en commissarissen vallen. Bij de monitoring worden belangrijke aspecten op het terrein van corporate governance, daaronder begrepen duurzaamheidsaspecten op het terrein van risicomanagement, disclosure en beloningsbeleid, het ondersteunen van de vennootschap op het gebied van *good governance* en, in voorkomende gevallen, het raadplegen van andere aandeelhouders en stakeholders, meegenomen. Verantwoordelijk gedrag vereist bovendien een hoog niveau van transparantie, integriteit en zorg van de institutionele beleggers zelf. Eumedion heeft, als handreiking voor haar deelnemers – waaronder zowel pensioenfondsen als vermogensbeheerders van deze pensioenfondsen –, bij het vervullen van hun essentiële rol in de governance van beursvennootschappen deze serie best practices voor hen opgesteld.

1.2 De minimumnormen voor Eumedion-deelnemers zijn vastgelegd in de toepasselijke wet- en regelgeving en in de Nederlandse corporate governance code. Hoofdstuk IV.4 van de Nederlandse corporate governance code bevat twee principes en zes best practice bepalingen die zijn gericht tot institutionele beleggers. Nederlandse pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen hebben een wettelijke verplichting verslag uit te brengen over de naleving van deze principes en best practice bepalingen, in overeenstemming met de zogenoemde 'pas toe of leg uit'-regel. De verklaring over de mate van naleving wordt opgenomen in het jaarverslag of op de website van de institutionele belegger. De onderstaande best practices gelden voor Eumedion-deelnemers in aanvulling op de Nederlandse corporate governance code, ter bevordering van verantwoord en betrokken aandeelhouderschap.

1.3 Veel institutionele beleggers hebben een internationale aandelenportefeuille.

Aandeelhoudersrechten en corporate governance modellen verschillen van land tot land. Door op transparante wijze gebruik te maken van deze best practices kunnen zowel de achterliggende begunstigen en cliënten als de Nederlandse beursvennootschappen achterhalen langs welke lijnen

²⁷ 'Geïnformeerde' stem wil zeggen dat het stemrecht wordt uitgeoefend conform het eigen stembeleid van de deelnemer en, in het geval de deelnemer gebruik maakt van stemadviezen van derden, hij een eigen oordeel vormt over de stemadviezen van deze adviseur.

Nederlandse en niet-Nederlandse Eumedion-deelnemers invulling geven aan hun bestaande zeggenschapsrechten. Bovendien is het doel van deze best practices om het begrip en de communicatie tussen Nederlandse beursvennootschappen en Eumedion-deelnemers te verbeteren. De best practices zijn niet bindend, zoals de Nederlandse wetgeving en de Eumedion-statuten dat wel zijn. Vrijblijvend zijn zij evenmin. Eumedion-deelnemers spannen zich in om zo goed mogelijk uitvoering te geven aan de best practices bepalingen. Daarbij wordt van de Eumedion-deelnemers, net als bij de Nederlandse corporate governance code, verwacht dat zij de 'pas toe of leg uit'-regel hanteren. Voor de verslaggeving betekent dit vermelding van de volgende punten op de website of in het jaarverslag van de institutionele belegger:

- een beschrijving van de toepassing van de best practices,
- bekendmaking van de informatie die vermeld staat in de best practices 2, 5, 6 en 8; of
- een uitleg indien deze onderdelen niet zijn nageleefd.

Het merendeel van de onderstaande best practices gaat vergezeld van een *guidance*. De *guidance* geeft een nadere verklaring van de desbetreffende best practice, soms door het geven van voorbeelden, maar bevat geen aanvullende normen.

1.4 De best practices passen goed bij de doelstelling van Eumedion, maar ze dienen niet sluitend een intern doel. Met de best practices geven Eumedion-deelnemers er ook blijk van zich bewust te zijn van de grotere verantwoordelijkheid die maatschappelijk wordt verwacht van (zowel Nederlandse als niet-Nederlandse) institutionele beleggers omdat zij de meerderheid van de aandelen in de grootste Nederlandse beursvennootschappen houden en andermans geld beheren. De best practices zijn ook zoveel mogelijk in overeenstemming met internationale richtlijnen over het gewenste gedrag van institutionele beleggers, zoals de *UK Stewardship Code*, de *Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities* van het International Corporate Governance Network (ICGN), de *United Nations Principles for Responsible Investment* (UNPRI) en de *Code for External Governance* van de European Fund and Asset Management Association (EFAMA). Een grote mate van gelijkheid tussen deze verschillende sets van best practices is ook wenselijk daar meer dan 70% van de aandelen van de grootste Nederlandse beursvennootschappen wordt gehouden door niet-Nederlandse partijen en, omgekeerd, veel Nederlandse Eumedion-deelnemers ook aandelen houden in niet-Nederlandse beursvennootschappen.

1.5 Eumedion erkent dat sommige van haar deelnemers niet over de personele bezetting beschikken om direct betrokken te raken bij een dialoog en andere engagementactiviteiten met beursvennootschappen. Dit kan ook het geval zijn als zij hun vermogensbeheer (grotendeels) hebben uitbesteed aan een externe vermogensbeheerder. Eumedion zou deze deelnemers willen aansporen in voorkomende gevallen hun vermogensbeheerders te mandateren de dialoog en andere

engagementactiviteiten namens hen te doen en de rapportages van deze beheerders met betrekking tot de dialoog en andere engagementactiviteiten zorgvuldig te beoordelen. Eumedion erkent ook dat vermogensbeheerders in overeenstemming met de wensen van hun cliënten moeten handelen. Van externe vermogensbeheerders die Eumedion-deelnemers zijn, wordt evenwel verwacht dat zij hun institutionele cliënten die geen Eumedion-deelnemers zijn aansporen de onderstaande best practices toe te passen of hun externe vermogensbeheerders te mandateren de best practices namens hen toe te passen. Enkele deelnemers beleggen uitsluitend in (institutionele) beleggingsfondsen en dus niet rechtstreeks in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen. Als gevolg hiervan kunnen deze deelnemers niet zelf het stemrecht op deze aandelen uitoefenen. De desbetreffende deelnemers worden geacht de best practices na te leven wanneer de beheerder van de (institutionele) beleggingsfondsen de best practices toepast dan wel andere (buitenlandse) codes of richtlijnen met een vergelijkbare doelstelling. Ditzelfde geldt voor deelnemers die hun belegd vermogen laten beheren door een uitvoerder. Daarnaast zijn er deelnemers die zogenoemde passieve mandaten hebben verstrekt aan vermogensbeheerders. Van deze deelnemers wordt verwacht dat zij het dialoog-, engagement- en stembeleid van de betreffende vermogensbeheerder hebben meegewogen bij de keuze van de betreffende vermogensbeheerder.

1.6 Sommige van de Eumedion-deelnemers zijn verplicht de *UK Stewardship Code* toe te passen of volgen andere nationale of internationale standaarden die vergelijkbare doelstellingen hebben als de onderstaande best practices. Deze deelnemers moeten niet het gevoel hebben dat de toepassing van de onderstaande best practices een verdubbeling of verwarring van hun verantwoordelijkheden meebrengt. Bekendmakingen in het kader van andere (inter)nationale standaarden kunnen laten zien in welke mate deelnemers invulling hebben gegeven aan de onderstaande best practices. In specifieke gevallen en in bijzondere omstandigheden kan het gerechtvaardigd zijn alternatieve richtlijnen te volgen als hetzelfde gedrag kan worden bereikt door andere of eigen standaarden met eenzelfde karakter toe te passen.

1.7 Eumedion-deelnemers worden ertoe aangespoord een dialoog aan te gaan met Nederlandse beursvennootschappen en dit in voorkomende gevallen collectief te doen. Als institutionele beleggers een dialoog aangaan met vennootschappen nemen ze vanzelfsprekend de relevante wettelijke regels en toezichthouderrichtlijnen zoals die ter voorkoming van het gebruik van voorwetenschap, in acht²⁸. Sommige best practices zijn bedoeld om de samenwerking tussen institutionele beleggers te stimuleren. Aan dergelijke vormen van overleg ligt in de regel geen overeenkomst ten grondslag om een *duurzaam* gemeenschappelijk stembeleid te voeren. Dit kwalificeert dus niet als 'acting in concert'. Ten aanzien van 'acting in concert' in het kader van het doen van een (gezamenlijke)

²⁸ Zie Hoofdstuk 5.4 van de Wet op het financieel toezicht: <http://wetten.overheid.nl>. Zie ook de richtlijnen met betrekking tot één op één gesprekken: <http://www.afm.nl/nl/professionals/diensten/veelgestelde-vragen/marktmisbruik/one-on-ones.aspx?perpage=10>

zeggenschapsmelding heeft de AFM een leidraad gepubliceerd. Institutionele beleggers worden aangemoedigd kennis te nemen van deze leidraad²⁹.

1.8. Hoewel de best practices zich alleen richten tot Eumedion-deelnemers, worden institutionele beleggers die nog geen Eumedion-deelnemers zijn, waaronder niet-Nederlandse institutionele beleggers, ertoe aangespoord om deelname in de nabije toekomst te overwegen en zich te committeren aan de best practices. Dit kan helpen bij het vormen van een kritische massa van institutionele beleggers die zich uitspreken voor transparantie en een hoogwaardige dialoog met Nederlandse beursvennootschappen. Dit draagt bij aan een verbetering van de governance en prestaties van vennootschappen en als gevolg daarvan ook aan een verbetering van de langetermijnrendementen voor aandeelhouders en andere stakeholders.

1.9. De best practices bevorderen een hoog niveau van betrokken aandeelhouderschap. De best practices bevatten algemene richtlijnen inzake beleid, structuur en processen. Zij bieden daarmee ruimte aan Eumedion-deelnemers om te anticiperen op de ver uiteenlopende situaties waarin de best practices toepassing zullen vinden. Om die reden bieden de best practices Eumedion-deelnemers ruimte om zelf te beslissen hoe zij moeten handelen. Het bureau van Eumedion zal jaarlijks de naleving door de Eumedion-deelnemers van de best practices monitoren onder andere aan de hand van de in paragraaf 1.3 gevraagde publieke rapportages over de toepassing van de best practices. Van de resultaten zal verslag worden gedaan aan het Algemeen Bestuur van Eumedion. Eumedion-deelnemers ontvangen elk jaar een voortgangsrapportage, met daarin ook voorbeelden van 'best practices'. Een samenvatting van deze rapportage zal publiek worden gemaakt.

BEST PRACTICES

Best practice 1

Eumedion-deelnemers monitoren de Nederlandse vennootschappen waarin zij beleggen.

Guidance

De monitoring van de vennootschappen waarin wordt belegd is van belang om eventueel met een vennootschap in dialoog te gaan of andere engagementactiviteiten te ontplooiën. Monitoring is ook van belang om de aandelen van de betreffende vennootschap te houden of te verkopen.

Het monitoringproces wordt geacht onder meer, maar niet uitsluitend, te omvatten dat Eumedion-deelnemers zorgvuldig kennis nemen van het milieu- en sociaal beleid en van de governancestructuur

²⁹ http://www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/brochures/2009/acting_in_concert_publicatietekst.ashx

van de vennootschap. Eumedion-deelnemers maken in dat kader een grondige beoordeling van de door de vennootschap gegeven motivering van eventuele afwijkingen van de best practice bepalingen van de Nederlandse corporate governance code.

Best practice 2

Eumedion-deelnemers hebben een duidelijk beleid met betrekking tot de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten; daaronder kunnen het aangaan van een dialoog met de Nederlandse beursvennootschappen en andere engagementactiviteiten vallen. Zij brengen ten minste één keer per jaar verslag uit van de uitvoering van hun beleid.

Best practice 3

Eumedion-deelnemers hebben een duidelijk beleid inzake het omgaan met situaties waarin het niet lukt de ondernemingsleiding van de Nederlandse beursvennootschap waarin zij beleggen te overtuigen van hun standpunten en meningsverschillen tussen de ondernemingsleiding van deze vennootschap en de aandeelhouders onopgelost blijven.

Guidance

Onderdelen van een dergelijk beleid kunnen zijn:

- Het sturen van een brief waarin de zorgpunten worden uiteengezet;
- Het houden van extra vergaderingen met het bestuur en/of de raad van commissarissen, met name voor het bespreken van de zorgpunten;
- Het houden van vergaderingen met andere stakeholders, zoals andere aandeelhouders, banken, crediteuren, de ondernemingsraad en niet-gouvernementele organisaties (NGO's);
- Het uiten van de zorgpunten in een aandeelhoudersvergadering;
- Het afgeven van een publieke verklaring;
- Het samen met andere institutionele beleggers interveniëren bij specifieke kwesties;
- Het verzoeken om bepaalde onderwerpen op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te plaatsen of het vragen om de bijeenroeping van een buitengewone aandeelhoudersvergadering;
- Het in voorkomende gevallen doen van voordrachten voor de benoeming van een bestuurder en/of commissaris;
- Het waar nodig ondernemen van gerechtelijke stappen, zoals het instellen van een enquêteprocedure bij de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam;
- Het verkopen van de aandelen.

Best practice 4

In voorkomende gevallen zijn Eumedion-deelnemers bereid om gezamenlijk met andere Eumedion-deelnemers en andere beleggers op te trekken.

Best practice 5

Institutionele beleggers kunnen andere, zakelijke relaties hebben met de Nederlandse beursvennootschappen waarin zij beleggen dan alleen de aandeelhoudersrelatie. Eumedion-deelnemers nemen maatregelen om tegenstrijdige belangen die voortvloeien uit deze verschillende rollen te verminderen. Eumedion-deelnemers hebben voor hun handelen duidelijke en robuuste procedures voor het geval zich verschillende of strijdige belangen voordoen. De procedures worden openbaar gemaakt. Materiële tegenstrijdige belangen worden meegedeeld aan de betreffende institutionele cliënten.

Guidance

In bepaalde situaties is het wenselijk dat de cliënten op de hoogte te zijn van het mogelijke bestaan van andere belangen tussen de institutionele belegger en de vennootschap dan enkel het aandeelhoudersbelang. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen wanneer de belegger in kwestie ook financiële producten (zoals verzekeringen) aan de vennootschap aanbiedt of wanneer een lid van het bestuur of van de raad van commissarissen van de institutionele belegger ook zitting heeft in het bestuur respectievelijk de raad van commissarissen van de vennootschap in kwestie. Een institutionele belegger, die gelden van een pensioenfonds belegt, kan ook aandelen houden in een vennootschap die 'sponsor' is van het desbetreffende pensioenfonds. Ook is het mogelijk dat een institutionele belegger op een of andere wijze gelieerd is aan een vennootschap waarop een openbaar bod op de aandelen is uitgebracht.

Bij deelname aan een collectieve dialoog of aan andere engagementactiviteiten, doen deelnemers er verstandig aan hun beleid inzake tegenstrijdig belangen en voorwetenschap voorafgaand aan de dialoog te laten meewegen.

Best practice 6

Eumedion-deelnemers hebben een duidelijk stembeleid en maken dit beleid openbaar. Zij doen ten minste één keer per jaar verslag van de uitvoering van het stembeleid³⁰.

Best practice 7

Eumedion-deelnemers brengen op alle aandelen die zij in Nederlandse vennootschappen houden een geïnformeerde stem³¹ uit tijdens de aandeelhoudersvergaderingen van de desbetreffende vennootschappen. In het geval de Eumedion-deelnemer zich onthoudt van stemming of tegen een bestuursvoorstel stemt, verschaft de Eumedion-deelnemer uit zichzelf dan wel op aanvraag van de betreffende vennootschap aan de ondernemingsleiding een gemotiveerde uitleg van dit stemgedrag.

³⁰ Deze best practice komt overeen met de best practice bepalingen IV.4.1 en IV.4.2 van de Nederlandse corporate governance code.

³¹ Zie voor de definitie van "geïnformeerde stem" voetnoot 27.

Guidance

In de Nederlandse corporate governance code staat dat institutionele beleggers hun stembeleid, de uitvoering van dit beleid (jaarlijks) en hoe ze hebben gestemd (eenmaal per kwartaal) moeten publiceren. Best practice 7 vraagt van Eumedion-deelnemers dat ze hun stemrecht op een weloverwogen wijze uitoefenen en in overeenstemming met hun stembeleid.

Eumedion-deelnemers die deelnemen in een zgn. *asset pool* of in een (institutioneel) beleggingsfonds verzekeren zich ervan het stembeleid van de vermogensbeheerder van de *asset pool* of van het beleggingsfonds te kunnen onderschrijven, dat ze het daadwerkelijke stemgedrag van deze beheerder monitoren en zich, indien mogelijk, kunnen terugtrekken uit de *pool* of uit het fonds als ze het niet eens zijn met het stembeleid en/of de uitvoering daarvan.

Best practice 8

Eumedion-deelnemers maken ten minste één maal per kwartaal openbaar hoe ze hebben gestemd op de aandelen in de Nederlandse beursvennootschappen waarin zij beleggen³².

Guidance

Eumedion-deelnemers publiceren bij voorkeur per individuele vennootschap en voor ieder agendapunt of ze voor of tegen hebben gestemd dan wel zich van stemming hebben onthouden.

Best practice 9

Eumedion-deelnemers betrekken aspecten op het terrein van milieu- en sociaal beleid en van governance bij hun beleid inzake de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten. Onder dit beleid kunnen het aangaan van een dialoog met de Nederlandse beursvennootschappen en andere engagementactiviteiten vallen.

Best practice 10

Eumedion-deelnemers lenen geen aandelen in voor enkel en alleen het uitoefenen van het stemrecht op deze aandelen. Zij overwegen hun uitgeleende aandelen vóór de stemregistratiedatum van de betreffende aandeelhoudersvergadering van de betreffende Nederlandse beursvennootschap terug te halen als de agenda van deze vergadering één of meer controversiële onderwerpen bevat.

Guidance

Bovenstaande best practice is verankerd in het beleid van de Eumedion-deelnemer ten aanzien van het uitlenen van aandelen rond de stemregistratiedatum vóór de aandeelhoudersvergadering.

³² Deze best practice komt overeen met best practice bepaling IV.4.3 van de Nederlandse corporate governance code.

In het geval een institutionele belegger over bepaalde kwesties een dialoog is aangegaan met de vennootschap waarin hij belegt, buiten het kader van een aandeelhoudersvergadering, is het raadzaam de positie van de institutionele belegger (de omvang van zijn juridische en economische eigendom) op verzoek van de vennootschap volledig duidelijk te maken.

Bijlage VI: ICGN Securities Lending Code of Best Practice (vastgesteld op 6 juli 2007)

The lending of securities and especially of common shares is an increasingly important practice which improves market liquidity, reduces the risk of failed trades, and adds significantly to the incremental return of investors. However, we have found that there is widespread misunderstanding of securities lending transactions on the part of those not directly involved in the process. The word 'lending' has itself misled many as in law the transaction is in fact an absolute transfer of title against an undertaking to return equivalent securities. Misconceptions as to its nature have led to loss of shareholder votes in important situations, as well as to cases of shares being voted by parties who have no equity capital at risk in the issuing company, and thus, no long-term interest in the company's welfare. Lenders' corporate governance policies may also be undermined through lack of coordination with lending activity. It is also imperative that there be as little risk as possible that a poll of the shareholders may be compromised through misuse of the borrowing process. To address these concerns the ICGN proposes this Code of Best Practice to its members. It encourages other concerned investors, market intermediaries, and public companies to take account of the Code where appropriate.

Three broad principles which apply to all areas of investment practice are here used to clarify the responsibilities of all parties engaged in stock lending. With their relevant applications in this area, they are:

First, **transparency**: the lending process, frequently handled today as a purely mechanical adjustment to custodial arrangements, should become subject to the same visibility and safeguards as any other transaction conducted on an owner's or beneficiary's behalf in a securities account.

Second, **consistency**: it is unreasonable to expect that lending agents can make subtle judgements as to when they should sacrifice some income in order to protect the lender's long-term economic interests and stewardship commitments. A clear set of policies which indicates with as little ambiguity as possible when shares shall be lent and when they shall be withheld from lending or recalled is necessary in order to ensure that similar situations are handled in the same way. Clear mechanisms should be set up to handle borderline situations. Neither the long-term economic interest in better governance nor the interest in maximising short-term remuneration should be allowed to exceed the parameters set for each by the stated policy of the primary lender*.

Third, **responsibility**: responsible shareholders have a duty to see that the votes associated with their shareholdings are not cast in a manner contrary to their stated policies and economic interests. While fiduciaries have a duty to maximise economic returns to their beneficiaries, they equally have a fiduciary duty to protect their long-term interests through voting and other actions sometimes precluding lending. Fiduciaries also have a duty to ensure that the pursuit of more income is not subjecting their

* The asterik indicates when a term defined in Appendix III is used in the text for the first time.

beneficiaries to greater risks. These responsibilities must be appropriately balanced according to the primary lender's voting policy, in accordance with its ultimate beneficiaries' preferences. This responsibility lies with the primary lender, and not with its agents.

By properly following these broad principles best practice with regard to share lending can be achieved. The difficulty lies in applying them thoroughly. Staffers or agents responsible for voting and investment decisions should always have full transparency whether and what percentage of shares have been lent. Beneficiaries should always know which percentage their manager has voted of its position in a given portfolio company. Consistency may be lost when a lender with a policy to recall shares to vote "on important issues" cannot know in a particular country with an early record date what the issues to be voted upon will be. (This is the case in the United States and Canada.) Responsibility has been ignored when lenders, drawn by suddenly rising demand, lend shares under circumstances in which it is highly probable that they are being borrowed in order to alter the result at a shareholders' meeting, possibly to their own detriment.

Specific aspects of best practice follow from these broad principles. While simple to state, their application may be complex and involve many unsuspected technical adjustments. We have therefore sought to provide more detailed guidance and explanation in the attached appendices. The basic tenets of best practice, however, are:

- 1. All share lending activity should be based upon the realisation that lending inherently entails transfer of title from the lender to the borrower for the duration of the loan.** Most economic rights of the lender can be preserved through contractual agreements with the borrower. Those involving the issuer, however, such as the right to vote, or one's continuity on the share register, **cannot** be preserved in this way. If an investor wishes to vote its lent shares or protect its legal interests as a registered shareholder, it **must** recall the shares.
- 2. During the period of a stock loan, lenders may protect their rights only with the borrower, since they have no rights with the issuer of the shares which have been lent.** Stock loans are normally collateralised at more than 100% of the current market value of the loan. The collateral may be cash, high-quality debt securities, or equivalent equity securities. Lenders must ensure that this collateral, together with any contractual claims upon the borrower, adequately protects their interests for the duration of the loan.
- 3. Institutional shareholders should have a clear policy with respect to lending, especially insofar as it involves voting.** A lending policy should clearly state, *inter alia*, the lender's policy with

regard to recall of lent shares for the purpose of voting them. All lending conducted by the institution or on its behalf should be done in accordance with this stated policy.

4. Lending policy should be mandated by the ultimate beneficial owners of an institution's shares, whether they be another institution or corporate body or an assemblage of individuals.

5. Where lending activity may alter the risk characteristics of a portfolio, the policy should state the extent to which this is permitted. This involves the extent of lending activity, the quality of the borrowers, the quality of the collateral accepted for loans, and its nature: cash, other securities, or a combination of the two, as well as any questions as to changes in the duration of the portfolio, as well as its other risk characteristics.

6. The returns from lending should be disclosed separately from other investment returns when reporting to clients or beneficiaries. They should not be hidden under management and other costs. As lending has become an important source of revenue, it behoves institutions to disclose its extent to their clients or beneficiaries, as well as the extent to which investment returns and cost ratios are being driven by or ameliorated by the returns from lending.

7. It is bad practice to borrow shares for the purpose of voting. Lenders and their agents, therefore, should make best endeavours to discourage such practice. Borrowers have every right to sell the shares they have acquired. Equally the subsequent purchaser has every right to exercise the vote. However, the exercise of a vote by a borrower who has, by private contract, only a temporary interest in the shares, can distort the result of general meetings, bring the governance process into disrepute and ultimately undermine confidence in the market.

The ICGN affirms the principle that companies should know who controls the votes at their general meetings, and that this transparency should benefit all market participants. Considering the availability of market instruments that separate economic ownership from control, the ICGN believes that it has become desirable for companies and the broader market to be able to track significant divergence of voting power from declared economic ownership. The ICGN therefore invites the relevant market authorities to consider amending their holdings disclosure regimes to include the transfer of actual or contingent voting rights executed through the use of securities lending and derivatives.

The attached appendices attempt to delineate in full the responsibilities of the different parties, the sorts of circumstances under which the above principles might be compromised, and how these situations should be handled in accordance with best practice. They are intended as guidance. Best practice may

be achieved by other mechanisms as long as the principles are kept in mind in devising appropriate procedures.

Appendix I of the ICGN Securities Lending Code: Duties of the Respective Parties to a Lending Transaction

A. Lender's Responsibilities

a) *Policy on Voting and Recall of Loaned Shares* – The fund, fund sponsor, or principal manager* of a portfolio or fund from which shares are loaned (hereafter the primary lender*) should be responsible for drafting and publishing a general policy that clearly sets forth the scope of lending activity, and under what circumstances, if any, this activity is to be subordinated to voting and to the lender's duties as a long-term shareholder.

b) *Terms of Master Agreement* – A Master Lending Agreement among the primary lender, the borrower,* and any custodians, agents or other parties involved in the loan transaction should implement these policies, the attendant procedures, including the procedures for recalling* shares and whatever penalties there are for non-compliance, and indicate the likelihood that shares may be recalled for voting purposes. Needless to say, the Master Lending Agreement should protect the lender's and the borrower's economic interests to the greatest extent possible in the jurisdiction involved.

c) *Disclosure within the Lender's Ownership Chain** – The primary lender's trustees or directors should effectively communicate their policies and procedures to designated executives at the lending institution and at any agent organisations involved in the investment, lending, or voting of those shares, as well as with those responsible for corporate governance for the portfolio or fund in question. All changes in actual positions due to any lending activity should be updated daily to all those executives charged with investing or voting the shares.

d) *Responsibility for Compliance* – The primary lender should be responsible for ensuring that its policies and procedures are practicable, that they fulfil the principles expressed herein, and that they are properly administered no matter what the lender's structure and division of responsibilities among different business units or agent companies.

e) *Dispute Resolution* – The primary lender or its principal manager should establish and administer specific procedures to resolve disputes that may arise in connection with the implementation of its lending policy. A record should be kept of each of these disputed cases and the decision should be communicated to all the designated parties within the lender's organisation.

f) *External Disclosure* – The revenues from lending activity should be disclosed separately to the portfolio's or the fund's beneficiaries. If the jurisdiction is one in which voting must be disclosed to beneficiaries, lenders should also disclose when shares were not voted because they were out on loan.

g) *Lending Agents* – The obligations of any agent charged with conducting lending activity on behalf of a primary lender are normally set out in a contract. It is important that primary lenders ensure contracts are worded so as to incorporate the maintenance of best practice, including, where appropriate, the

terms and conditions of the Master Lending Agreement. Ultimate responsibility for maintaining best practice in lending policy is the duty of the primary lender.

B. Borrower's Responsibilities

a) *Recall of Borrowed Shares* – Borrowers should agree to return equivalent shares to those borrowed promptly upon the lender's request whether these are in the borrower's possession or more likely must be purchased in the market. All properly executed requests for recall must be treated as equally valid.

b) *Non-Voting of Borrowed Shares* – It is never good practice for borrowers to exercise voting rights with respect to shares they have borrowed, except in the rare circumstances where they are acting pursuant to the lender's specific instructions. This limitation is not binding upon a subsequent *bona fide* purchaser of borrowed shares.

c) *Special Terms of Agreement* – Borrowers should comply with any additional terms agreed with the lender and should, to the extent possible, communicate these terms to other parties on whose behalf they are carrying out the borrowing.

d) *Accountability and Prevention of Abuses* – When borrowing shares for a third party client, borrowers should use their best efforts to ensure that the principals on whose behalf they are acting understand that they are supposed to comply with best practice, as set forth in this Code.

C. Recommended Actions for Issuers to Ameliorate the Effects of Lending

a) *Timely Notice of Shareholder Meetings and Other Transactions* – Issuers should publish and distribute a Notice of Meeting, Agenda and other disclosure documents in sufficient time for lenders and borrowers of shares to comply with their policies and best practices as set forth in this document, including public notice of the issues well before any significantly advanced record date.

b) *Separation of Record Dates for Dividend Payments and Shareholder Meetings* – To minimise the effect of share lending for dividend swaps* upon shareholder participation and share voting, issuers should not set dividend record dates less than 30 days in advance of a shareholder meeting or record date (whichever is relevant for voting) nor less than 15 days after the shareholder meeting (or record date).

c) *Tabulation* – Issuers have a duty of care in their record keeping and administration of shareholder voting to identify and expose abuses in the voting of borrowed shares and to prevent double voting of shares. If the custodians' practice of using commingled accounts interferes with that responsibility, issuers have a duty to call public attention to the problem, and to work with custodians to ameliorate it wherever practicable.

Appendix II of the ICGN Securities Lending Code: Guidance on Best Practices Associated with the Responsibilities of Primary Lenders, Lending Agents, and Borrowers

1. Voting and share lending.

1.1. The voting right is normally inseparable from the share in which it inheres.

1.2. Accordingly, except in the rare case in which some private treaty provides for the separation of voting right from the share (and this is permitted by the issuer and by any applicable law), the primary lender of a share loses his voting right for that share. Until and unless a recall is executed, and an equivalent share is delivered to the lender, he is disenfranchised with respect to that share.

1.3. Any subsequent bona fide purchaser of that share, whether his ownership come as a result of purchase of a share sold short* by the borrower, or of delivery in lieu of a failed settlement,* acquires the voting right together with all the other indicia of ownership. As a matter of market practice, he will have no idea that his share had formerly been borrowed from someone else. As far as the issuer is concerned, the share has changed hands.

1.4. With respect to ownership rights, the initial borrower is in a different position than any subsequent owner to whom the shares are sold, as the initial borrower knows that the shares were borrowed, and that it retains rights over the collateral* posted in lieu of payment.

2. Improper Lending Practices.

2.1. The borrowing of shares for the primary purpose of exerting influence or gaining control of a company without sharing the risks of ownership is a violation of best practice. Similarly, the borrowing of shares in order to deliberately reduce or suppress the vote at a shareholders' meeting is bad practice.

2.2. Accordingly, the borrowing of shares for the purpose of exercising the right of the shareholder's vote is to be discouraged by all lenders.

2.3. The borrower of a share, for whatever purpose, should not vote that share without the express permission of the lender, and in accordance with his instructions.

2.4. Similarly, the holder of a share as collateral should not vote that share, unless specifically given the exclusive right to do so by private treaty with the borrower who provided the collateral.

2.5. The lender's Master Lending Agreement should specify that shares are not being lent for the principal purpose of voting those shares, and should provide clear guidance as to what circumstances might permit a borrower to vote borrowed shares as well as what the responsibilities of any lending agents might be in those circumstances.

2.6. No lender or lending agent should knowingly enter into a scheme in which he is making shares available to a borrower for the primary purpose of voting them, or of otherwise attempting to exert control upon the issuing company by means of the voting right attached to the borrowed shares.

3. Lending policy, lending contracts, transparency, and disclosure.

3.1. Policy on lending, and in what circumstances lending is to be considered subordinate to voting, should be a responsibility of the trustees or the directors of the fund or portfolio from which shares are to be lent.

3.1.1. A written statement of the lending policy should be communicated to any other entities up and down the chain of ownership which might have any reason to become involved with lending or voting decisions.

3.1.2. The lending policy statement should also be made available to the ultimate beneficiaries of the portfolio or fund. This document should make clear under what general circumstances loans are likely to be recalled for voting purposes, and the approximate extent of loan activity envisioned.

3.2. The lending contract should be negotiated with the full knowledge and active participation of the primary lender of the securities if the lending is to be done by an agent. Any subsequent changes to the contract or other departures from standard practice should be discussed beforehand with the primary lender or its manager responsible for the shares in question.

3.3. It is recommended that lenders rely upon a contract which protects their rights and provides full compensation or damages with respect to all corporate actions, as well as allowing for recall in the event of a vote the lender deems controversial and appropriate for recall.

3.4. In the event of failure to deliver like shares when they have been recalled for the purpose of voting, the penalties should be the same as for failure to deliver for any other reason.

4. Communication of lending activity.

4.1. It should be incumbent upon whoever is responsible for actual lending—whether it be a division of the primary manager, the primary manager’s custodian, or any other agent of the primary manager or the holding chain—to update the data on any lending activity and on attendant changes in the relevant portfolio. This data should be furnished to all those personnel responsible for management of that portfolio, and to those responsible for voting decisions and for the implementation of corporate governance policy.

4.2. Such data should be made available in a timely fashion, normally by the close of business each day.

4.3. If responsibility for portfolio management and/or voting decisions has been delegated by the primary manager to another agent not in the chain of control between the primary manager and the lending agent, a separate chain of communication should be set up, and the lending agent required to inform directly this entity (or these entities) of lending activity and changes in the composition of the portfolio resulting therefrom.

5. Communication regarding proxy material, record or blocking dates, and decision dates.

5.1. The following personnel are potentially in need of information regarding meeting agendas and dates, the text of proposals, key decision dates, and parameters for any proxy vote or other corporate action which might trigger a recall:

- (a) The portfolio manager directly responsible for buy and sell decisions concerning the stock in question
- (b) Whoever is responsible for proxy voting decisions regarding the same security
- (c) The party responsible for implementing corporate governance policy
- (d) The principal manager of the fund involved if different from above.

5.2. Primary lenders should ensure that the proper mechanisms for timely dissemination of this information are in place, so that all of these key decision makers are informed sufficiently ahead of decision deadlines that they may make appropriate judgments in accordance with their particular mandates. This may require some sort of routine distribution of communications from the custodian, and/or from other services.

6. Resolution of disputes involving recall.

6.1. The Primary Lender's Policy Statement, as well as the Master Lending Agreement, should prescribe a formal mechanism to resolve any dispute arising from a difference of opinion as to whether a given share should be left out on loan or recalled.

6.2. Such a dispute-resolving mechanism should fairly represent the different perspectives of investment managers, corporate governance staff, and the exigencies of lending.

6.3. Decisions should be made in accordance with the primary lender's stated lending policy, its governance policy, and the explicit objectives of the fund. The object is to resolve the conflict between short-term revenue maximization and longer-term investment or governance goals.

6.4. The decisions of the resolving mechanism should be a matter of record to be communicated to those responsible for setting and enforcing corporate governance policy at the primary lender or its manager.

7. Record dates.

7.1. Record dates pose a special challenge to the lender of securities, as they may be significantly divorced in time from the date of the actual vote.

7.2. In those jurisdictions in which it has been the practice for the issuer to publish and distribute proxy material and the agenda of the shareholders' meeting only after the record date and only to shareholders of record on that date, it may be difficult or impossible for lenders to know whether they might want to recall shares for voting in advance of the record date.

7.2.1. To circumvent this conundrum, issuers should promulgate the agenda for upcoming shareholders' meetings publicly (e.g., by posting at the company's website) sufficiently in advance of the record date that lenders may have time to recall should they decide to do so. This is in keeping with the "Issuer's Recommended Actions" delineated in Appendix I. C. above.

7.2.2. In the absence of such provision by issuers, lending institutions in those jurisdictions can only make reasonable efforts to learn whether an upcoming shareholder vote is likely to be sufficiently controversial under their own voting guidelines that they should consider recalling the relevant share in advance of the record date.

7.2.3. Absent resources for such information gathering, it may be impossible for lenders to pursue a policy of recalling lent shares 'in the event of an important or controversial vote.'

7.3. When the record date or its functional equivalent is near in time to the shareholders' meeting, and the agenda has already been distributed some time before, this problem does not arise.

8. Dividend dates.

8.1. Another common use of lending is for dividend swaps. For this strategy to be employed, the share must be lent over a dividend record date. Obviously, the lender loses the vote over that period, which may coincide with the meeting date, or the record date for voting in a record date jurisdiction.

8.2. Lending institutions should be aware of this hidden consequence of such a lending transaction.

8.3. Issuers are also urged to separate dividend record dates sufficiently from voting record dates or whatever other dates are ruling for eligibility to vote (e.g., reconciliation date, the date of the meeting, etc.), so that transactions of this type do not reduce the valid shareholder vote, or confuse the question of who is the proper beneficial owner entitled to vote.

9. Lending policy and risk.

9.1. By lending shares, a portfolio's risk characteristics may be changed significantly. Normally, the standard contracts and practices in use successfully counter that possibility, but exceptions may exist.

9.2. In those markets in which the lender's margins are determined or affected by the reinvestment of the collateral required for the loan, additional assessments of risk are necessary, and additional controls

may be warranted to ensure that lending agents do not exceed the risk parameters appropriate for that portfolio.

10. Disclosure of lending activity.

10.1. As a general matter, lending activity is not reported to outside parties or to individual fund beneficiaries, except where provided for by contract or by law.

10.2. However, the net income obtained from lending ought to be separately accounted for in regular reports to beneficiaries, since it is neither appropriate to regard it as a part of investment return, nor should it be allowed to conceal the actual costs of custody, transfer, and other administrative costs, or the costs attendant upon the actual lending program itself.

10.3. Additionally, in any public report on voting decisions made during the preceding year, the instances in which shares were not voted because they were out on loan, and the resultant 'under-vote' of shares, by percentage or by actual number, ought to be disclosed to beneficiaries of the reporting funds.

Appendix III of the ICGN Securities Lending Code: Definitions

Mechanics of lending:

A **stock loan** is any transaction in which the owner of a share or his authorized agent transfers control and use of the security to a counter-party, the borrower, in exchange for an agreement for a similar share to be delivered to him at a future date, normally with further agreement with the borrower to be made whole for the equivalent of any distributions made to the shareholders in the interim. Although legally different, a stock loan somewhat resembles a sale and repurchase agreement. Unlike a sale and repurchase agreement, however, the borrower usually deposits collateral with the lender normally worth 102% to 105% of the value of the lent securities. Also unlike a sale and repurchase, the rights of the lender with respect to this collateral may be greatly limited.

Collateral for the loan may be either cash or securities, or a combination of the two. It is sometimes the case that the return the lender expects to obtain from the collateral for the duration of the loan is the lender's margin of profit on the transaction. In these cases, the use put to the collateral may alter the risk characteristics of the portfolio from which shares have been lent. The collateral is normally adjusted on at least a daily basis to compensate for fluctuations in the market price of the share.

Recall of a securities loan can normally be initiated by the original lender at any time, on varying terms and within a time frame depending upon the lending contract. 'Recall' is also normally a misnomer, as most of the time equivalent shares to those loaned will have to be purchased in the market to satisfy the recall. At the same time, the borrower's collateral must be returned; thus, the whole lending transaction is unwound upon recall.

Parties to a lending transaction:

The **lender** of a security is the party, whether the beneficial owner, its agent, or a whole hierarchy of agents appointed to exercise control over beneficial owners' investments, which surrenders control of the share in exchange for specific agreements to be made whole at some (usually indefinite) future date. The **primary lender** of this same security is the beneficial owner of that security authorizing the lending of it, or the most senior agent of those individuals who are collectively beneficial owners of that security. The **lending agent** is a party other than the beneficial owner or primary lender which is charged with effecting loans on behalf of the primary lender.

The **ownership chain** is the totality of the structure (which may be very complex, especially in the case of cross-border investments) of the fiduciaries, trustees, principal managers, sub-managers, custodians, sub-custodians, nominees, proxy agents, and other entities ultimately responsible for the management,

administration, custody, voting, and lending of an ultimate beneficiary's securities, and responsible, directly or indirectly, to that ultimate beneficiary. Not all of these agents are necessarily a part of the same hierarchy; e.g., there may be separate chains for custody and for portfolio management, both reporting to a principal manager or fund higher up in the chain.

The **principal manager** is that party highest in the ownership chain which is authorized to make portfolio management decisions on behalf of the beneficial owner(s). Often the principal manager is authorized to make voting decisions and sometimes to set governance policy as well. The principal manager may or may not be the same as the primary lender.

The **borrower** of the security is the party entering into the agreement which takes receipt of the borrowed stock. The borrower may be a principal borrowing for its own account, or be acting on behalf of a client; more often it is the latter.

The **registered owner** or **owner of record** is the shareowner whose name appears on the books of the company as entitled to vote shares and to receive dividends. When a share has been sold short in the market, or has been tendered in lieu of a fail, the new *bona fide* purchaser becomes the owner of record, in place of the lender. Thus, during the period of a loan, the lender will not be the owner of record, and cannot vote those shares.

Uses of lending:

Short selling is the practice by which a borrower of stock hopes to profit from a decline in the price per share by selling borrowed shares in the market, and repurchasing equivalent shares subsequently for delivery back to the lender at a lower price. Short selling may also be employed as part of a hedging strategy, in which the seller is merely trying to protect itself against the risk of loss from a share price decline. In either case, an essential part of this strategy is the borrowing of shares.

Hypothecation is the practice in which a securities market intermediary deposits liquid securities in a special blocked account in order to meet a regulatory requirement with respect to the ratio of securities held as a percentage of the total obligations of that intermediary. This is another common reason for borrowing shares.

A **fail** is the industry term for the situation in which a securities intermediary cannot deliver securities to the counter-party purchaser in a valid trade. This is yet another important reason for borrowing shares.

Dividend swaps are employed when an investor cannot take advantage of tax benefits which may accrue to another, or cannot use investment opportunities (such as a scrip dividend alternative) more

valuable to another investor, and decides to lend the shares to a borrower for whom the dividend is more valuable. Thus, both share in the benefit.