

## **EVALUATIE AVA-SEIZOEN 2010**

### *Inleiding*

Elk jaar maakt Eumedion een inhoudelijke en procedurele evaluatie van het aandeelhoudersvergaderingenseizoen. Hieronder de voornaamste inhoudelijke bevindingen van de reguliere aandeelhoudersvergaderingen die in 2010 zijn gehouden.

De meest in het oog springende ontwikkelingen in het AVA-seizoen 2010 waren:

1. Van de in totaal 1263 agendapunten werden slechts 3 voorstellen door de aandeelhoudersvergadering verworpen (TNT- handhaving structuurregime; Exact – voorstel tot machtiging tot inkoop van eigen aandelen en voorstel tot uitgifte van nieuwe aandelen). Dat is slechts 0,2 procent van het totaal (2009: 0,8 procent). Twee voorstellen werden door twee vennootschappen teruggetrokken, mede op basis van overleg met aandeelhouders voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering (KAS Bank – bezoldigingsbeleid en Brunel International – wijziging statutenwijziging op het terrein van het agenderingsrecht) en 1 voorstel werd tijdens de aandeelhoudersvergadering gewijzigd (Van Lanschot – wijziging bezoldigingsbeleid). Dat is ook 0,2 procent van het totaalaantal agendapunten (2009: 0,4 procent). De vermindering van het aantal verworpen en ingetrokken voorstellen houdt waarschijnlijk mede verband met de verbeterde dialoog die tussen institutionele beleggers en de vennootschap voor aanvang van de aandeelhoudersvergadering is opgestart (zowel eerder als intensiever). Een overzicht van de meest controversiële voorstellen op de agenda's van de aandeelhoudersvergaderingen is opgenomen in de bijlage.
2. Beursvennootschappen presenteerden een groot aantal voorstellen tot aanpassing van het bezoldigingsbeleid. Er is een tendens naar een ruimere discretionaire bevoegdheid voor de raad van commissarissen. Dit gaat ten koste van de transparantie over prestatie maatstaven en targetranges vooraf aan de aandeelhoudersvergadering. De wettelijke vaststellingsbevoegdheid van de aandeelhoudersvergadering betreffende het bezoldigingsbeleid wordt hiermee uitgehouden; het wordt voor de aandeelhouders immers lastiger om de gevolgen van het bezoldigingsbeleid te overzien. Een goede verantwoording van de uitvoering van het bezoldigingsbeleid door de raad van commissarissen achteraf wordt hierdoor van nog groter belang. Wat Eumedion betreft kan dit het beste worden bereikt door het remuneratierapport (waarin verslag wordt gedaan over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid) jaarlijks voor een adviserende stem aan de aandeelhoudersvergadering voor te leggen.
3. Banken en die financiële instellingen die in 2008 een kapitaalinjectie van de overheid hebben ontvangen hebben hun bezoldigingsbeleid vooral op het terrein van de maximaal te behalen

bonussen versoberd. De bepalingen uit de Code Banken worden in ieder geval op dit vlak goed toegepast.

4. Een aantal beursvennootschappen heeft zgn. duurzaamheidscriteria opgenomen in het bezoldigingsbeleid. Eumedion steunt onder voorwaarden een bonusstructuur die mede gebaseerd is op milieu- en sociale criteria (zie paragraaf 2e).
5. De nieuwe bepalingen uit de Code Tabaksblad inzake bestuurdersbezoldigingen (introductie van de redelijkheidstoets en van de mogelijkheid tot claw back en weergave van vergelijkende overzichten) worden over het algemeen goed toegepast. Wel is de 'inhoud' van de claw back bevoegdheid divers. Er bestaat onduidelijkheid over de relatie tussen best practice bepaling II.1.9 en IV.4.4 uit de Code Tabaksblad. Best practice bepaling IV.4.4 is gericht tot aandeelhouders en vraagt aan aandeelhouders om voorafgaand aan het indienen van een verzoek tot agendering van een bepaald onderwerp op de aandeelhoudersvergadering dan wel tot het bijeenroepen van een buitengewone algemene vergadering eerst overleg te plegen met het bestuur van de vennootschap. In het geval een aandeelhouder een voorstel tot strategiewijziging wil agenderen zou hij een responstijd van maximaal 180 dagen in acht moeten nemen om het bestuur de mogelijkheid te geven te reageren op het voorstel. Eumedion gaat ervan uit dat ook op deze bepaling de 'pas toe of leg uit'-systematiek van de code van toepassing is: aandeelhouders kunnen afwijken van deze bepaling als zij hierover uitleg verschaffen op hun website of in hun jaarverslag. Best practice bepaling II.1.9 bepaalt dat het bestuur eenzijdig een responstijd in de zin van best practice bepaling IV.4.4 kan invoeren. Aandeelhouders hoeven de door het bestuur ingeroepen responstijd echter niet zonder meer te respecteren. De aandeelhouder kan immers, zoals hiervoor is opgemerkt, gemotiveerd afwijken van best practice bepaling IV.4.4 conform het 'pas toe of leg uit' beginsel. Eumedion constateert dat een aantal vennootschappen blijkens de jaarverslagen 2009 dan wel de separate corporate governance statements worstelt met de verhouding tussen best practice bepaling II.1.9 en IV.4.4. Sommige vennootschappen verplichten aandeelhouders min of meer tot naleving van de IV.4.4, terwijl andere vennootschappen simpelweg stellen dat IV.4.4 niet van toepassing is op de vennootschappen. Het zou goed zijn als de Monitoring Commissie een verduidelijking zou aanbrengen inzake best practice bepaling II.1.9.

## **1. De dialoog tussen beursvennootschappen en aandeelhouders**

In het afgelopen jaren wordt steeds sterker het belang van dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, zowel voor als tijdens de aandeelhoudersvergadering, benadrukt. Men zie o.a. het onderzoeksrapport van prof. Kemna en prof. Van de Loo, de stappen op weg naar een 'Stewardship Code' voor institutionele beleggers in het Verenigd Koninkrijk, het door Eumedion gepubliceerde position paper over betrokken aandeelhouderschap en impliciet ook best practice bepaling IV.3.13 in de Code Tabaksblad, waarin van vennootschappen wordt gevraagd een beleid op hoofdlijnen te formuleren inzake bilaterale contacten met aandeelhouders. In het afgelopen AVA-seizoen is gebleken dat beursvennootschappen in toenemende mate bereid zijn om voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering, vooral ten aanzien van de onderwerpen die op de agenda (komen te) staan, de dialoog met aandeelhouders daadwerkelijk aan te gaan, teneinde in een vroege fase

aandeelhouders uitleg te verschaffen over mogelijke voorstellen ('reguliere' corporate governance onderwerpen, van niet-strategische aard), om voorlopige opvattingen van de aandeelhouders te vernemen en om dit mee te wegen in het uiteindelijke voorstel dat aan de aandeelhoudersvergadering wordt voorgelegd. Ook komt het voor dat aandeelhouders worden gevraagd naar hun wensen en input ten aanzien van specifieke onderdelen van het jaarverslag. Van de kant van de vennootschappen wordt de dialoog met aandeelhouders door verschillende functionarissen gedaan, vaak afhankelijk van het karakter van het onderwerp. Soms wordt de bestuursvoorzitter of CFO "ingezet", soms de president-commissaris of de voorzitter van de remuneratiecommissie, veelal bijgestaan door de secretaris van de vennootschap en – afhankelijk van het onderwerp – het hoofd van de juridische afdeling, het hoofd 'human resources', het hoofd 'corporate control' of de interne accountant. De dialoog vangt in de praktijk veelal aan met de laatste groep van functionarissen. Voorts kan worden geconstateerd dat de kwaliteit van de dialoog verschillend is. Een enkele vennootschap betrok haar aandeelhouders in een heel vroege fase om hun specifieke punten te vernemen t.a.v. het bezoldigingsbeleid van de vennootschap en kwam later nog een aantal keren terug om een conceptvoorstel tot wijziging van het beleid te presenteren en commentaar daarop te vernemen voordat uiteindelijk het definitieve voorstel werd gepresenteerd aan de aandeelhoudersvergadering. Het komt echter ook voor dat een vennootschap in een heel korte sessie in sneltreinvaart door een ingewikkeld voorstel voor een aanpassing van het bezoldigingsbeleid gaat, waarna aandeelhouders heel kort de tijd wordt gegund om daarop te reageren, zonder dat de benodigde documentatie wordt achtergelaten. Op zo'n manier verwordt de dialoog meer tot een 'moetje' of 'afvinklijstje' om in het definitieve voorstel te kunnen presenteren dat het voorstel de resultante is van een intensieve consultatie van de belangrijkste aandeelhouders. Van een vruchtbare dialoog is dan nauwelijks sprake. De kwaliteit van de dialoog wordt voor een groot deel bepaald door de lengte van de periode waarbinnen aandeelhouders hun mening over (concept)voorstellen kunnen geven; het tijdig opstarten van de consultatie kan onnodige polarisatie kort voor of tijdens de aandeelhoudersvergadering voorkomen. Dit alles laat onverlet dat bestuur en raad van commissarissen altijd een eigen afweging moeten maken bij het uiteindelijke voorstel dat aan de aandeelhoudersvergadering wordt gepresenteerd. Bestuur en raad van commissarissen dienen immers ook andere belangen bij het voorstel te betrekken dan alleen het aandeelhoudersbelang. Bestuur en raad van commissarissen zijn uiteindelijk ook verantwoordelijk voor het voorstel dat wordt gepresenteerd.

Mede door het toegenomen belang en effectiviteit van de dialoog voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering had Eumedion in het beleidsplan 2010 aangekondigd in 2010 het streven te verlaten dat minimaal één Eumedion-deelnemer de aandeelhoudersvergadering van een AEX-vennootschap bezoekt. Naar de opvatting van Eumedion is de aandeelhoudersvergadering van de grootste beursvennootschappen meer en meer een 'tussenstation' in een langer lopende discussie tussen een (groep van) institutionele belegger(s) en de ondernemingsleiding. Dit 'tussenstation' kan in sommige gevallen als 'instrument' worden ingezet om goodwill richting de vennootschap te tonen (onderdeel van de lange termijnrelatie) of om bepaalde argumenten in de discussie kracht bij te zetten door deze in de openbaarheid van de aandeelhoudersvergadering te brengen (onderdeel van een

'escalatieladder'). Als 'instrument' in de langer lopende dialoog werden de aandeelhoudersvergaderingen van alle AEX-vennootschappen in 2010 in dat kader toch door minimaal één Eumedion-deelnemer bezocht. Eumedion zal haar deelnemers verder ondersteunen bij de continue en constructieve dialoog die zij met de beursvennootschappen voeren.

## **2. Bezoldigingsbeleid**

### *a. Uitvoering bezoldigingsbeleid over boekjaar 2009*

De uitvoering van het bezoldigingsbeleid over boekjaar 2009 riep in een aantal gevallen bij aandeelhouders vraagtekens op. Zo waren de bonusuitkeringen aan de bestuurders van ASML over boekjaar 2009 hoger dan die over boekjaar 2008, terwijl ASML over 2009 een verlies rapporteerde en over 2008 nog een winst. Tevens kondigde de voorzitter van de raad van commissarissen tijdens de aandeelhoudersvergadering van 2009 aan dat de bonusuitkeringen over boekjaar 2009 lager zouden zijn dan die over boekjaar 2008. Aangezien aandeelhouders niet separaat konden stemmen over het remuneratierapport 2009, lieten sommige aandeelhouders hun ongenoegen over de taakopvatting van de raad van commissarissen blijken door tegen de gevraagde decharge van de raad van commissarissen te stemmen (vertegenwoordigende 6,6 procent van de uitgebrachte stemmen) dan wel zich van stemming te onthouden (vertegenwoordigende 5,7 procent van de uitgebrachte stemmen).

De raad van commissarissen van KAS Bank stelde oorspronkelijk voor om het nieuwe bezoldigingsbeleid met terugwerkende kracht van toepassing te laten verklaren op de performance aandelen en opties die de afgelopen jaren aan de bestuurders voorwaardelijk waren toegekend. Als gevolg hiervan zouden de komende jaren toch performance aandelen en opties onvoorwaardelijk worden (ter waarde van ruim 30 procent van het vaste salaris van de bestuursvoorzitter en ruim 25 procent van het vaste salaris van de andere bestuursleden), ondanks het slechte jaar 2008. Onder het 'oude' bezoldigingsbeleid zouden de betreffende opties en aandelen niet 'vesten'. De raad van commissarissen van KAS Bank besloot "op basis van gesprekken met een aantal grootaandeelhouders" het voorstel nog voor de aandeelhoudersvergadering terug te trekken.

### *b. Toekomstig bezoldigingsbeleid: meer discretionaire ruimte voor raad van commissarissen*

Een groot aantal beursvennootschappen heeft aan de algemene vergadering een voorstel tot wijziging van het bezoldigingsbeleid voorgelegd. Vennootschappen zijn tot de wijzigingen overgegaan i.v.m. de gewijzigde Code Tabaksblad, de Code Banken (financiële instellingen) en de nationale en internationale discussie over het bezoldigingsbeleid. Opvallend is dat een groot aantal vennootschappen een voorstel aan de algemene vergadering heeft gepresenteerd dat minder uitleg bevat over de te hanteren prestatie maatstaven voor bonussen en de targetranges daarbij. Dit heeft deels te maken met het terugdringen van het belang van de prestatie maatstaf 'Total Shareholder Return' in het lange termijn bezoldigingsdeel binnen het totale bezoldigingspakket. Deze maatstaf wordt ingewisseld voor andere maatstaven die – volgens de betreffende vennootschappen – concurrentie- en beurskoersgevoeliger zijn, waardoor ex ante slechts weinig informatie aan de aandeelhouder ter beschikking wordt gesteld.

Eumedion is niet tegen een grotere discretionaire bevoegdheid van de raad van commissarissen inzake het bezoldigingsbeleid. Wel is Eumedion van opvatting dat in dat geval een zwaardere verantwoordingsplicht rust op de raad van commissarissen richting de aandeelhoudersvergadering ten aanzien van de uitvoering van het bezoldigingsbeleid. Eumedion beveelt aan deze grotere verantwoording tot uitdrukking te brengen door het remuneratierapport (waarin verslag wordt gedaan van de uitvoering van het bezoldigingsbeleid) jaarlijks voor een niet-bindende of adviserende stem aan de aandeelhoudersvergadering voor te leggen. Dit is ook praktijk in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland en in toenemende mate ook in de Verenigde Staten en sluit tevens aan bij de aanbeveling van de Europese Commissie betreffende de bezoldiging van bestuurders van beursvennootschappen.

*c. Versobering van het bezoldigingsbeleid bij banken en aantal andere beursvennootschappen*

Voornamelijk onder invloed van de Code Banken hebben de beursgenoteerde banken en de financiële instellingen die in 2008 een kapitaalinjectie van de overheid kregen hun bezoldigingsbeleid vergaand versoberd. De betreffende financiële instellingen hebben de bonusuitkering (korte en lange termijnbonus opgeteld) gemaximeerd op één jaarsalaris. Daarnaast werd ook de ontslagvergoeding van de meeste bestuurders van de betreffende financiële instellingen gemaximeerd op één jaarsalaris; soms was een aanpassing van bestaande contractuele afspraken hiervoor noodzakelijk<sup>1</sup>. Tegelijkertijd constateert Eumedion dat het vaste jaarsalaris van een aantal bestuurders van financiële instellingen substantieel is gestegen. Daarnaast maakte een aantal financiële instellingen het expliciete voorbehoud om het bezoldigingsbeleid op korte termijn weer te herzien wanneer zou blijken dat het concurrentievermogen van de betreffende instelling door het versoberde bezoldigingsbeleid zou worden aangetast. Regels over het bezoldigingsbeleid van financiële instellingen zouden, wat Eumedion betreft, ook zoveel mogelijk op internationaal niveau moeten worden afgesproken om te voorkomen dat een 'ongelijk speelveld' ontstaat.

Het beeld bij de overige beursvennootschappen is divers. Tegenover vennootschappen die hun bezoldigingsbeleid vooral op het terrein van de bonussen matigden (zoals TNT en DSM) staan vennootschappen die juist de maximaal te behalen bonusbedragen verhoogden (zoals Reed Elsevier) dan wel het totale bezoldigingspakket verhoogden (bijvoorbeeld Heineken in verband met de groei van deze vennootschap als gevolg van een aantal recente, grote overnames). Voor zover een beursvennootschap haar raad van commissarissen nog niet de bevoegdheid had toegekend om de waarde van de variabele bezoldigingen op grond van de redelijkheid en billijkheid aan te passen dan werd deze bevoegdheid in het nieuwe bezoldigingsbeleid toegekend.

*d. Introductie van de claw back bevoegdheid*

Best practice bepaling II.2.11 van de Code Tabaksblat stelt dat de raad van commissarissen de bevoegdheid heeft de variabele bezoldiging die is toegekend op basis van onjuiste (financiële) gegevens terug te vorderen van de bestuurder (de claw back clause). Eumedion constateert dat deze claw back clause op verschillende manier is geïmplementeerd:

---

<sup>1</sup> De ontslagvergoeding van de bestuursvoorzitter van Van Lanschot bleef twee jaarsalarissen, nadat staande de algemene vergadering het voorstel tot verhoging van het vaste jaarsalaris werd versoberd.

- i) De meeste vennootschappen (onder wie 14 van de onderzochte 22 AEX-vennootschappen) hebben de codebepaling inzake de claw back clause 'principle based' in hun remuneratiebeleid opgenomen; de tekst van de betreffende codebepaling is in het remuneratiebeleid opgenomen of er wordt alleen melding gemaakt van het feit dat de raad van commissarissen een 'claw back' bevoegdheid heeft.
- ii) Sommige vennootschappen perken de bevoegdheid tot claw back op voorhand in (4 van de onderzochte 22 AEX-vennootschappen). Veelal wordt gesteld dat de herziening van de financiële cijfers "materieel" of "aanzienlijk" moet zijn of dat het gedrag van bestuurders "significante" schade aan de vennootschap moet hebben toegebracht. Onderstaand een aantal voorbeelden van vennootschappen die de bevoegdheid nog verder hebben gespecificeerd, resulterend in een nadere inperking:

**AkzoNobel** heeft de claw back clause bijvoorbeeld op de volgende wijze gespecificeerd: "The Supervisory Board may retroactively adjust (net after taxes) variable remuneration paid to a member of the Board of Management if and to the extent that the amount of the remuneration was based on applicable (financial) data which have proven to be materially incorrect, due to fraud or willful misconduct of the relevant member(s) of the Board of Management, or in case a material amendment has been made to the relevant financial data in the company's annual financial statements following a recommendation by the AFM pursuant to the Dutch Act on the Supervision of Financial Reporting (*Wet toezicht financiële verslaggeving*) or following a final and binding court order as provided for in article 2:447 of the Dutch Civil Code. This discretionary power of the Supervisory Board which, obviously, the Supervisory Board will only use if in its reasonable judgment such adjustment is warranted and fair in the given circumstances, and without undue delay upon determination that the data were incorrect.

Na opmerkingen van aandeelhouders voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering werd het bovenstaande verder aangescherpt:

"The above does not detract from the authority of the Supervisory Board to apply the claw-back in the case a material amendment to the relevant financial data in the company's annual financial statements is made voluntarily by the company and it is reasonably likely that a restatement would otherwise be imposed by the AFM pursuant to the Dutch Act on the Supervision of Financial Reporting (*Wet toezicht financiële verslaggeving*) or by court order as provided for in article 2:447 of the Dutch Civil Code."

**H.E.S. Beheer** heeft een nog scherpere afbakening gemaakt van de omstandigheden waaronder de claw back clause kan worden ingeroepen: "De 'clawback'-clause wordt toegepast indien onjuiste (financiële) gegevens te wijten zijn aan ernstige misdraging, misleiding, moedwillig onfatsoenlijk handelen, grovelijke veronachtzaming van plichten en dergelijke".

- iii) Een enkele vennootschap heeft een specifieke termijn gesteld aan het kunnen inzetten van de claw back clause door de raad van commissarissen.

**Royal Dutch Shell** formuleert de claw back bepaling bijvoorbeeld op de volgende wijze: "All performance-based payments made to Executive Directors are subject to a 'claw-back' provision. This means that all incentives paid within 12 months of the first public issuance of the financial statements that require restatement due to material noncompliance will be subject to claw-back".

- iv) Sommige vennootschappen hebben de claw back clause nog niet in hun bezoldigingsbeleid opgenomen, omdat zij de aangekondigde wetgeving op dit terrein afwachten dan wel nog bezig zijn met het aanpassen van de contracten van de bestuurders. De ministeries van

Justitie en van Financiën hebben op 9 april 2010 een conceptwetsvoorstel gepresenteerd, waarin o.a. wordt voorgesteld de claw back clause wettelijk te verankeren.

Mede gelet op de verschillende wijze waarop de betreffende best practice bepaling wordt geïnterpreteerd en (blijkbaar kan worden) ingeperkt, is Eumedion momenteel geen tegenstander van de voorgenomen wettelijke verankering van de claw back clause, mits dit een 'ruime' bevoegdheid is van de raad van commissarissen en de raad van commissarissen niet verplicht is om eerst na tussenkomst van de rechter de claw back clause in werking te stellen.

*e. Duurzaamheidsmaatstaven voor de toekenning van bonussen*

Een aantal beursvennootschappen (waaronder de financiële instellingen die in 2008 een kapitaalinjectie van de overheid hebben gekregen) heeft de toekenning van (korte en/of lange termijn) bonussen afhankelijk gesteld van de realisatie van een of meerdere zogenoemde duurzaamheidsdoelstellingen.

Het is een feit dat milieu-, sociale (intern en extern) en governance- (ESG) prestaties in relatie tot de stabiliteit en waardecreatie van vennootschappen op de lange termijn en hun mandaat van de samenleving steeds belangrijker worden. Daarom steunt Eumedion *in principe* een bonusstructuur die mede gebaseerd is op milieu- en sociale criteria. Eumedion zal niet voorschrijven hoe een dergelijke bonusstructuur er precies uit moet zien. De raad van commissarissen dient zelf te kiezen hoe hij prestaties op duurzaamheidsgebied van het bestuur wil belonen (bedrijfsniveau en persoonlijk).

Eumedion beveelt echter wel aan dat:

- i) de 'duurzame' bonus is gebaseerd op heldere, duidelijk gekwantificeerde, tijdsgelateerde en uitdagende doelen die een directe relatie hebben met de dagelijkse gang van zaken bij de vennootschap en haar operationele risico's en gericht zijn op het behalen van lange termijn-doelstellingen;
- ii) de doelen meetbaar en transparant zijn en voor de belegger terug te leiden op de prestaties.

### **3. Het agenderingsrecht voor aandeelhouders**

Ondanks het feit dat aandeelhouders sinds het agenderingsrecht in het vennootschapsrecht werd verankerd (1 oktober 2004) bij slechts zes verschillende vennootschappen onderwerpen voor de agenda van een algemene vergadering hebben aangedragen, blijkt uit de gedragingen van meerdere beursvennootschappen in het afgelopen AVA-seizoen dat zij zich zorgen maken over een eventuele gebruikmaking van deze mogelijkheid door aandeelhouders. De agendering door hedgefonds TCI van een aantal moties voor de algemene vergadering van ABN Amro in 2007 ijlt blijkbaar nog steeds na. Zo heeft een aantal vennootschappen in de statuten de drempel van het agenderingsrecht verhoogd dan wel aangepast ter voorbereiding op de inwerkingtreding van het wetsvoorstel ter implementatie van het advies van de Commissie Frijns over de rol van aandeelhouders (drempel maximaal 3 procent van het geplaatste kapitaal). Andere vennootschappen hebben gepoogd aandeelhouders te binden aan de nieuwe bepaling in de Code Tabaksblad over het door aandeelhouders in acht nemen van een responstijd bij een verzoek tot agendering van een strategiewijziging. Verder hebben twee

vennootschappen ter gelegenheid van de oprichting van 'hun' beschermingsstichting in de doelomschrijving opgenomen dat de beschermingsconstructie kan worden opgetrokken in het geval één of meerdere aandeelhouders tot behandeling van onderwerpen op de aandeelhoudersvergadering hebben verzocht welke niet in het belang zijn van de vennootschap of haar stakeholders dan wel om een "ongewilde invloed op en druk tot wijziging van de strategie" te weerstaan.

### *3.1 Verhoging van de drempel voor gebruikmaking van het agenderingsrecht door aandeelhouders*

Net als in voorgaande jaren was er ook in het afgelopen seizoen van aandeelhoudersvergaderingen een aantal vennootschappen dat vooruitliep op een wijziging van de wetgeving op het terrein van het agenderingsrecht. Fugro, ASM International, Brunel International en Hydratec Industries legden hun aandeelhouders het voorstel voor de huidige kapitaalcriteria voor het agenderingsrecht (1% van het geplaatste kapitaal of aandelen houden ter waarde van 50 miljoen euro) uit de statuten te schrappen, zodat er een 'kale' verwijzing wordt gemaakt naar de wettelijke criteria. Consequentie hiervan zou zijn dat zodra het wetsvoorstel ter implementatie van het 'Frijns-advies' uit mei 2007 tot wet zou worden verheven aandeelhouders ten minste 3 procent van het kapitaal zouden moeten vertegenwoordigen om gebruik te kunnen maken van het agenderingsrecht. In het betreffende wetsvoorstel (dat momenteel ter behandeling in de Tweede Kamer ligt<sup>2</sup>) worden de "1% en 50 miljoen criteria" uit de wet gehaald en vervangen door één criterium: 3% van het geplaatste kapitaal. Daarbij bestaat wel de mogelijkheid om statutair een lagere drempel vast te stellen. Door deze laatste toevoeging vinden aandeelhouders dat er eerst een discussie tussen vennootschap en aandeelhouders moet plaatsvinden over welk criterium voor het agenderingsrecht passend is voor de betreffende vennootschap. Een dergelijk onderdeel zou ook moeten worden losgekoppeld van de overige, meer technische voorstellen tot aanpassing van de statuten.

Aegon had wel los van het nieuwe wettelijke criterium een eigen voorstel gepresenteerd, welke erin voorzag dat de huidige statutaire drempels voor het agenderingsrecht werden opgetrokken van 0,1 naar 1 procent van het geplaatste kapitaal en het houden van aandelen met een marktwaarde van 50 miljoen euro naar 100 miljoen euro. Een aantal aandeelhouders had bezwaren tegen deze verhoging van de drempels, waarbij de laatste drempel in strijd is met geldend recht. Meer in het algemeen werd een verhoging niet nodig geacht in verband met de dominantie van de grootaandeelhouder (Vereniging Aegon) in de aandeelhoudersvergadering van Aegon.

Mede door de steun van de grootaandeelhouders van de betreffende vennootschappen stemden de algemene vergaderingen van Aegon, Fugro, ASM International en Hydratec Industries in met de betreffende statutenwijziging. Brunel International heeft het voorstel vlak vóór behandeling in de algemene vergadering teruggetrokken.

### *3.2 Responstijd*

De nieuwe best practice bepaling IV.4.4, welke is gericht tot aandeelhouders, bepaalt dat een aandeelhouder het agenderingsrecht slechts uitoefent nadat hij daaromtrent in overleg is getreden

---

<sup>2</sup> Kamerstukken 32 014.



met het bestuur. Daarnaast zou een aandeelhouder die het voornemen heeft een wijziging van de strategie te agenderen het bestuur in de gelegenheid moeten stellen een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren (de responstijd van maximaal 180 dagen). Dit geldt ook voor het verzoek om een buitengewone algemene vergadering bijeen te roepen.

Op grond van de pas toe of leg uit-regel moeten aandeelhouders verantwoording afleggen over het wel of niet toepassen van deze best practice bepaling. Nederlandse pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen zijn hiertoe wettelijk verplicht (artikel 5:86 Wft).

De nieuwe best practice bepaling II.1.9, welke is gericht tot het bestuur van de vennootschap, bevat de mogelijkheid voor het bestuur een responstijd in te roepen. Deze responstijd zou moeten worden gebruikt voor nader beraad en constructief overleg.

Vennootschappen zijn wettelijk verplicht verantwoording af te leggen over het wel of niet toepassen van deze best practice bepaling.

De verhouding tussen best practice bepaling IV.4.4 en II.1.9 is voor aandeelhouders en beursvennootschappen verwarrend. Aandeelhouders hebben de mogelijkheid om gemotiveerd af te wijken van best practice bepaling IV.4.4. In het geval een aandeelhouder te kennen heeft gegeven af te wijken van best practice bepaling IV.4.4 en hij conform de wettelijke periode van artikel 2:114a BW het bestuur verzoekt een onderwerp op de agenda van de eerstvolgende algemene vergadering te plaatsen, lijkt het ons voor het bestuur van de vennootschap niet mogelijk toch een responstijd in te roepen.

Een aantal vennootschappen heeft in ieder geval in de ogen van sommige aandeelhouders getracht de aandeelhouders via hun corporate governance statement bedoeld dan wel onbedoeld te binden aan de hiervoor genoemde responstijd.

ING Groep meldde aanvankelijk in het document 'De implementatie door ING van de Nederlandse Corporate Governance Code' over best practice bepaling IV.4.4: "ING Groep gaat ervan uit dat aandeelhouders en certificaathouders deze bepaling zullen toepassen". Na bezwaren van aandeelhouders voorafgaand aan de aandeelhoudervergadering wijzigde ING dit onderdeel in: "ING Groep laat het aan aandeelhouders en certificaathouders over om te bepalen of zij deze bepaling zullen toepassen of zullen uitleggen waarom zij dat niet doen".

TNT heeft in haar corporate governance statement opgenomen: [...] the Board of Management *shall* (cursief Eumedion) be given the opportunity to stipulate a reasonable period in which to respond, such period not to exceed 180 days". Institutionele beleggers hebben tijdens de algemene vergadering van TNT verzocht het corporate governance statement snel aan te passen of te verwijderen. De president-commissaris heeft toegezegd deze oproep serieus te overwegen.

Philips heeft in haar jaarverslag de volgende passage opgenomen: "the shareholder shall request an item to be included in the agenda, or request that a General Meeting of Shareholders is convened, *only* after he consulted the Board of Management about this. If such request may result in a change of the Company's strategy [...] the Board of Management shall be given the opportunity to stipulate a reasonable period in which to respond [...], which response time *shall* be respected by the shareholder(s) in question". Naar aanleiding van opmerkingen van aandeelhouders voorafgaand aan de aandeelhoudervergadering, heeft de president-commissaris bij aanvang van de bespreking van de corporate governance structuur van Philips naar aanleiding van vragen van grote institutionele beleggers

opgemerkt dat Philips de handelwijze van aandeelhouders niet kan voorschrijven en dat de corporate governance paragraaf op die manier moet worden gelezen. Philips zal volgend jaar de corporate governance paragraaf op dit punt aanpassen, opdat geheel duidelijk is dat deze niet een verplichting voor aandeelhouders bevat. Het bevat volgens Philips geen enkele beperking voor aandeelhouders, ook niet impliciet.

Ageas NV meldt in haar corporate governance charter t.a.v. aandeelhoudersverzoeken tot het bijeenroepen van buitengewone aandeelhoudersvergaderingen: “when considering making use of this right, shareholders are requested by the board to act in accordance with the principles of the Dutch Corporate Governance Code [...]. The Board *shall*, within the meaning of best practice provision II.1.9, be given the opportunity to stipulate a reasonable period in which to respond and the shareholder shall respect such response time”. Het bestuur van Ageas heeft tijdens de aandeelhoudersvergadering toegezegd te overwegen deze zin in een volgende versie van het corporate governance charter te schrappen.

Naar aanleiding van de hierboven gememoreerde verwarring over de verhouding tussen best practice bepaling II.1.9 en IV.4.4, zou Eumedion de Monitoring Commissie willen aanbevelen om in het monitoring rapport over boekjaar 2009 duidelijk te maken dat i) alleen aandeelhouders zich horen uit te laten over het wel of niet toepassen van best practice bepaling IV.4.4 en ii) dat in het geval een aandeelhouder heeft aangegeven af te wijken van best practice bepaling IV.4.4 en hij gebruik maakt van zijn wettelijke recht om het bestuur te verzoeken een onderwerp op de agenda van de eerstvolgende aandeelhoudersvergadering te plaatsen (inclusief een voorstel tot wijziging van de strategie), het bestuur niet conform codebepaling II.1.9 eenzijdig een responstijd kan invoeren, aangezien de wettelijke bepaling over het agenderingsrecht boven deze codebepaling gaat.

### *3.3 Oprichting beschermingsstichting*

AMX-vennootschap Advanced Metallurgic Group (AMG) heeft haar statuten gewijzigd in verband met de mogelijkheid tot uitgifte van beschermingspreferente aandelen. Deze vennootschap heeft in verband met de aanstaande herstructurering van het aandelenbelang van aandeelhouder Safeguard International (26,6 procent van de aandelen) – het aandeelhouderschap van AMG zal in de toekomst meer gespreid zijn – een beschermingsstichting opgericht. De vennootschap is met deze stichting een calloptieovereenkomst aangegaan. In de regel kan een beschermingsstichting deze optie uitoefenen wanneer de continuïteit, onafhankelijkheid of identiteit van de betreffende vennootschap wordt bedreigd (bijvoorbeeld door middel van een openbaar bod). In het geval van AMG is expliciet bepaald dat de “foundation may (in part or full) exercise its option when in its view certain items are included in the agenda of a shareholders meeting at the request of one or more shareholders that are not in the interest of AMG and its stakeholders”. Eumedion betwijfelt of een beschermingsstichting om deze reden haar beschermingconstructie in werking kan stellen. Immers: het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap hebben momenteel de mogelijkheid om een aandeelhoudersverzoek tot agendering van een bepaald onderwerp naast zich neer te leggen wanneer een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich verzet tegen opname van het betreffende onderwerp op de agenda van de aandeelhoudersvergadering. Dit criterium komt met de naderende inwerkingtreding van het wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn aandeelhoudersrechten weliswaar te vervallen, maar het bestuur en de raad van commissarissen hebben daarna nog steeds de mogelijkheid om op grond van de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8

BW) agendering van het betreffende onderwerp te weigeren<sup>3</sup>. Indien het bestuur en de raad van commissarissen, die ook bij de agendering van een aandeelhoudersverzoek het vennootschappelijk belang dienen te behartigen, overgaan tot agendering van het door een aandeelhouder(sgroep) aangedragen onderwerp, lijkt het Eumedion niet voor de hand te liggen dat de beschermingsstichting kan beslissen dat agendering van het betreffende onderwerp toch in strijd is met het belang van de vennootschap en haar stakeholders en aldus de calloptie uitoefent.

Vlak voor de beursgang van Delta Lloyd nam deze – inmiddels – AMX-vennootschap een variant van het bovenstaande op in haar calloptieovereenkomst met de Stichting Continuïteit Delta Lloyd. In de optieovereenkomst werd bepaald dat de beschermingsconstructie kan worden opgetrokken om een “ongewilde invloed op en druk tot wijziging van de strategie” te weerstaan. Het ligt voor de hand dat een dergelijke bevoegdheid verwijst naar de mogelijkheid voor een aandeelhouder een strategiewijziging te agenderen (al dan niet nadat hij een responstijd in acht heeft genomen).

#### 4. Beschermingsconstructies

Het beeld t.a.v. beschermingsconstructies is gemengd: tegenover minder beschermingsconstructies bij de kleinere beursvennootschappen, is er een lichte stijging waar te nemen bij de middelgrote ondernemingen en een stabiele situatie bij de grootste vennootschappen (zie tabel 1).

*Tabel 1: Beschermingsconstructies van AEX-, AMX-, AScX- en 'lokale' vennootschappen (stand: juni 2010, tussen haken de percentages in juni 2009)*

|        | Beschermingspreferente aandelen | Prioriteitsaandelen | Certificering <sup>4</sup> |
|--------|---------------------------------|---------------------|----------------------------|
| AEX    | 61,9% (61,9%)                   | 9,5% (9,5%)         | 14,3% (14,3%)              |
| AMX    | 59,1% (56,5%)                   | 31,8% (30,4%)       | 9,1% (8,7%)                |
| AScX   | 45,0% (52,4%)                   | 25,0% (23,8%)       | 25,0% (23,8%)              |
| Lokaal | 25,6% (37,2%)                   | 18,6% (25,6%)       | 16,3% (16,3%)              |

Bron: Databank Eumedion

Van de kleinere vennootschappen trokken Holland Colours en Spyker Cars hun prioriteitsaandelen in en schaften HITT, Innoconcepts en Octoplus de mogelijkheid af om beschermingspreferente aandelen uit te geven. Grontmij vroeg geen machtiging meer aan de aandeelhoudersvergadering om beschermingspreferente aandelen bij haar beschermingsstichting te plaatsen (de stichting behield wel haar calloptie op deze preferente aandelen). De aandeelhoudersvergadering van TNT blokkeerde het voorstel van het bestuur en de raad van commissarissen om het volledige structuurregime vrijwillig voort te zetten, zodat zij volgend jaar haar aandeelhouders een statutenwijziging moet presenteren waarin de aandeelhoudersvergadering greep krijgt op de benoeming en ontslag van bestuurders.

<sup>3</sup> Kamerstukken II 20008/09, 31 746, nr. 5.

<sup>4</sup> In deze tabel is geen onderscheid gemaakt tussen de verschillende doelstellingen van certificering. Certificering kan, conform principe IV.2 van de Nederlandse corporate governance code, worden gebruikt als een middel om te voorkomen dat door absenteïsme ter algemene vergadering een (toevallige) meerderheid van aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. Certificering kan echter, in afwijking van best practice bepaling IV.2.8 van de Nederlandse corporate governance code, ook worden gebruikt als beschermingsmaatregel.

Unilever nam de eerste stappen om de certificering van haar aandelen te schrappen. Daarentegen besloot ING Groep vooralsnog geen aanstalten te maken om de certificering van haar aandelen op te heffen, verlengden TomTom, Fugro, Draka Holding, Accell Group en H.E.S. Beheer de machtiging aan het bestuur om eventueel beschermingspreferente aandelen bij hun beschermingsstichtingen te plaatsen, besloten Imtech, Gamma Holding en TMG Groep bij overeenkomst hun beschermingsstichtingen het recht te geven een enquêteprocedure te mogen starten tegen besluiten van de aandeelhoudersvergadering of tegen de gedragingen van een bepaalde (groep) aandeelhouder(s) en richtten midcap-vennootschappen AMG en Delta Lloyd een beschermingsstichting op (zie paragraaf 3.3).

#### **4.1 Certificering**

Unilever heeft een stap gezet op weg naar het opheffen van haar certificering van aandelen en van haar administratiekantoor. De aandeelhoudersvergadering stemde namelijk in met het voorstel om een reeks financieringspreferente aandelen in te trekken en om het bestuur te machtigen twee andere reeksen van financieringspreferente aandelen in te kopen dan wel een openbaar bod op deze preferente aandelen uit te brengen. De financieringspreferente aandelen worden gehouden door ING Groep, Aegon en ASR Nederland en geven momenteel onevenredig veel stemrecht (rond de 30 procent) in vergelijking met de kapitaalbreng (ongeveer 0,4 procent). Teneinde de dominantie van de houders van financieringspreferente aandelen te mitigeren, is Unilever in het verleden overgegaan tot het certificeren van haar aandelen. De aandelen zijn ondergebracht bij een administratiekantoor dat op die aandelen stemt waarvoor door kapitaalverschaffers geen stemvolmacht is gevraagd. Unilever heeft in de afgelopen jaren meermalen op de aandeelhoudersvergaderingen en in jaarverslagen aangegeven de certificering zo snel mogelijk te willen afschaffen wanneer met de houders van de financieringspreferente aandelen overeenstemming is bereikt over een aanpassing van het stemrecht op de prefs dan wel over de inkoop van de prefs. Op de aandeelhoudersvergadering bleek dat Unilever deze overeenstemming met de houders van de prefs nog niet heeft bereikt.

In tegenstelling tot Unilever zette ING Groep geen stappen op weg naar het beëindigen van de certificering van haar aandelen. ING Groep had een aantal jaren geleden zelf aangegeven de intentie te hebben om de certificering af te schaffen indien de AVA-opkomst in drie achtereenvolgende jaren minimaal 35 procent zou bedragen. 2009 was het derde achtereenvolgende jaar dat de opkomst hoger dan 35 procent was. Het bestuur en de raad van commissarissen concludeerden dit jaar echter dat in het licht van het zoeken van een nieuwe balans tussen aandeelhouders en andere stakeholders en tussen korte en lange termijnbelangen en het belang van "consistentie" in de besluitvorming van ING, handhaving van de huidige corporate governance structuur instrumenteel is. "Afschaffing van de certificeringstructuur is volgens de ondernemingsleiding momenteel niet gerechtvaardigd". De ondernemingsleiding kondigde een nieuw weegmoment aan op het moment dat de herstructurering en de komende splitsing van activiteiten voltooid zijn (naar verwachting rond 2013). Veel certificaathouders waren teleurgesteld over dit besluit en grepen de stemming over de wijze waarop

ING Groep de herziene Code Tabaksblad had geïmplementeerd aan om hun ongenoegen te uiten over de handhaving van certificering. 71 procent van het totaal door certificaathouders ter vergadering uitgebrachte stemmen stemde tegen dit agendapunt. Slechts door 'hulp' van het administratiekantoor van ING werd het agendapunt toch met een ruime meerderheid (70 procent) van het totaal aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen aangenomen. Het administratiekantoor van ING heeft toegezegd een aparte vergadering van certificaathouders uit te schrijven; de eerste in zijn geschiedenis.

#### **4.2 Beschermingsstichtingen krijgen mogelijkheid om enquêteprocedure te starten**

In de afgelopen jaren werd een trend zichtbaar dat die ondernemingen die de een beschermingsstichting kennen deze stichting bij overeenkomst de mogelijkheid geven om een enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer te starten. In het boekjaar 2009 voegden Imtech, Gamma Holding en TMG Groep zich bij TNT, BAM Groep, Philips, Heijmans, Mediq, USG People, Wavin, Accell Group Macintosh en RSDB die een dergelijke overeenkomst met hun stichtingen aangingen. Vennootschappen zelf hebben (nog) niet de mogelijkheid om een enquêteprocedure te starten tegen bijvoorbeeld aandeelhouders die "misbruik" maken van hun zeggenschapsrechten<sup>5</sup> of tegen de besluitvorming door de aandeelhoudersvergadering. Waarschijnlijk waren vennootschappen "geschrokken" van de activiteiten van een aantal aandeelhouders bij Stork en ASMI en hebben zij hun beschermingsstichtingen de mogelijkheid gegeven om "wangedrag" van aandeelhouders aan de kaak te kunnen stellen nog voordat wordt overgegaan tot de uitgifte van beschermingspreferente aandelen.

#### **5. Duurzaamheidsverslagen en –thema's**

Bij een klein aantal Nederlandse AEX-vennootschappen is dit jaar op de aandeelhoudersvergadering het duurzaamheidsverslag ter sprake gekomen. De deelnemers van Eumedion zouden graag zien dat het duurzaamheidsverslag gelijktijdig met het financiële jaarverslag wordt gepubliceerd, maar als dat logistiek niet haalbaar is, toch ruim vóór de aandeelhoudersvergadering zodat het, mocht dat nodig zijn, op de aandeelhoudersvergadering kan worden besproken. Idealiter is het duurzaamheidsverslag geïncorporeerd in het jaarverslag.

Andere duurzaamheidsthema's op de aandeelhoudersvergaderingen waren, naast de eerder besproken duurzame bonus (zie paragraaf 2e): het niet verankeren van ESG-risico's in het reguliere risicomangement, het gebrek aan concrete duurzame doelen, het beleid ten aanzien van het gebruik van kwetsbare grondstoffen (voor palmolie Unilever en Ahold, voor hout c.q. papier Wolters Kluwer en Reed Elsevier) en de oliezanden (Shell).

#### **6. Beschrijving van de strategie**

In haar speerpuntenbrief 2010 had Eumedion de beursvennootschappen gevraagd in het jaarverslag een heldere beschrijving op te nemen van de ondernemingsstrategie. Voor een belegger is de strategie van de onderneming immers één van de kernvariabelen op basis waarvan een beleggingsbeslissing wordt genomen. Dit werd nog eens bevestigd door recent onderzoek, geïnitieerd door de VBA Vereniging van Beleggingsprofessionals, Eumedion en Koninklijk NIVRA, naar het

---

<sup>5</sup> Het ministerie van Justitie heeft op 29 oktober 2009 een voorontwerp van een wetsvoorstel gepubliceerd waarin de vennootschap het recht op enquête wordt toegekend.

gebruik van het jaarverslag door beleggingsanalisten<sup>6</sup>. Om deze beleggingsbeslissing op een weloverwogen wijze te maken, is het van groot belang over een heldere beschrijving van de ondernemingsstrategie te beschikken. Uit de jaarverslagen 2009 blijkt dat er nog steeds een grote verscheidenheid is in de mate van diepgang van de strategieparagraaf. Te veel vennootschappen presenteren de strategieparagraaf als marketingverhaal. Relatief weinig vennootschappen vermelden een analyse van de omgeving waarin zij actief zijn en er ontbreekt nogal eens een overzicht met de concurrenten en marktaandeelen en van de kansen en de bedreigingen in de markt. Wel wordt steeds vaker de middellange en lange termijn doelstellingen van de vennootschap beschreven. Uitzonderingen daargelaten ontbreekt daarbij wel een kwantificering van deze doelstellingen. Een betere strategieparagraaf blijft van het grootste belang de komende tijd. Zoals blijkt uit één van de presentaties tijdens het Eumedion-VBA-NIVRA-seminar over het gebruik van het jaarverslag door beleggers en beleggingsanalisten leidt onduidelijkheid over o.a. de strategie en de markt waarin de onderneming opereert tot “conservatieve aannames” door beleggers en beleggingsanalisten en daarmee tot een potentieel lagere waardering van de onderneming<sup>7</sup>. Daarnaast is hier van belang dat de wetgever voornemens is om een grootaandeelhouder (met een aandelenbelang van drie procent of meer) te verplichten te melden of hij al dan niet bezwaar heeft tegen de strategie van de vennootschap<sup>8</sup>. Een heldere beschrijving van de strategie is een van de voorwaarden om als aandeelhouder weloverwogen ‘ja’ of ‘nee’ op het meldingsformulier van de Autoriteit Financiële Markten aan te kruisen.

## 7. Logistiek

Het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen is bij de Nederlandse AEX-vennootschappen gestegen tot bijna 50 procent (zie tabel 2).

*Tabel 2: Aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen (percentage van het totaal; administratiekantoren uitgezonderd)*

|                     | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|
| AEX-vennootschappen | 49,8 | 47,9 | 47,5 | 43,4 | 35,9 | 33,3 |
| AMX-vennootschappen | 46,4 | 46,4 | 45,0 | 42,9 | 38,6 | 35,9 |

Noot: percentages op basis van de in Nederland gezetelde vennootschappen die in het betreffende jaar in de betreffende index zijn opgenomen.

Bron: Databank Eumedion.

De participatiegraad van aandeelhouders bij de besluitvorming in de aandeelhoudersvergaderingen van de grootste Nederlandse beursvennootschappen behoudt daarmee de stijgende trend. De

<sup>6</sup> Zie de presentatie van prof. Robert van der Meer (Rijksuniversiteit Groningen) tijdens het Eumedion-VBA-NIVRA-seminar van 2 juni 2010 (te downloaden via [www.eumedion.nl/evenementen](http://www.eumedion.nl/evenementen)).

<sup>7</sup> Zie de presentatie van drs. Martijn Bos, beleggingsanalist bij Robeco, tijdens het Eumedion-VBA-NIVRA-seminar van 2 juni 2010 (te downloaden via [www.eumedion.nl/evenementen](http://www.eumedion.nl/evenementen); zie met name sheet 8).

<sup>8</sup> Wetsvoorstel ter implementatie van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (Kamerstukken 32 014).

verschillen tussen de beursvennootschappen zijn echter groot. Vijf van de 21 AEX-vennootschappen met statutaire zetel in Nederland (ASML Holding, BAM Groep, Boskalis, KPN en Wereldhave) zagen dit jaar het ter vergadering aantal uitgebrachte stemmen afnemen in vergelijking met vorig jaar.

De daling was bij ASML Holding het meest opvallend: van ongeveer 60 procent in 2009 naar slechts 37 procent in 2010. Uit -onderzoek blijkt dat enkele belangrijke bewaarbanken hun cliënten hadden gewaarschuwd dat ASML Holding de eis tot blokkering van aandelen stelde om te kunnen stemmen in de aandeelhoudersvergadering. Als deze waarschuwing wordt gegeven zullen veel institutionele beleggers afzien van het stemmen, aangezien de potentiële kosten van het niet kunnen handelen in de aandelen te hoog zijn. Deze waarschuwing was in het geval van ASML Holding onterecht; de vennootschap had in haar oproeping duidelijk vermeld dat gebruik werd gemaakt van een zgn. registratiedatum en dat het blokkeren van aandelen niet vereist was. Dit voorbeeld laat zien dat er nog steeds problemen zijn in de 'stemketen' tussen beursvennootschappen en hun aandeelhouders. Indien één van de schakels, in dit geval de bewaarbanken, fouten maakt, heeft dit direct consequenties voor het aantal uitgebrachte stemmen. De vennootschap wordt dan kwetsbaarder voor besluitvorming door een toevallige meerderheid op de aandeelhoudersvergadering. Het voorbeeld laat ook zien dat snelle implementatie van de richtlijn aandeelhoudersrechten in de Nederlandse wetgeving zeer gewenst is<sup>9</sup>. De richtlijn verbiedt vennootschappen namelijk het stellen van de eis om de aandelen voor een bepaalde periode te blokkeren om te mogen stemmen in de aandeelhoudersvergaderingen. Vennootschappen worden verplicht om een zgn. registratiedatum te hanteren: elke partij die op deze dag (in Nederland 28 dagen voor de dag van de aandeelhoudersvergadering) aandelen houdt, is gerechtigd tot het uitbrengen van een stem, ongeacht of deze partij op de dag van de aandeelhoudersvergadering de aandelen nog daadwerkelijk houdt. Aangezien er momenteel nog steeds vennootschappen zijn die de eis tot blokkering van aandelen stellen (zie tabel 3), wordt Nederland bij sommige bewaarbanken nog steeds aangemerkt als 'blocking market' en zullen (vooral buitenlandse) afzien van deelname aan de stemming in de aandeelhoudersvergadering.

*Tabel 3: Percentage Nederlandse vennootschappen dat nog de eis tot blokkering van de aandelen stelt om te mogen stemmen op de aandeelhoudersvergadering (percentages)*

|                          | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 |
|--------------------------|------|------|------|------|
| AEX-vennootschappen      | 5%   | 5%   | 5%   | 4%   |
| AMX-vennootschappen      | 10%  | 9%   | 5%   | 12%  |
| Kleinere vennootschappen | 46%  | 42%  | 49%  | 53%  |

Bron: Databank Eumedion

## **8. Internationalisering beursvennootschappen over hoogtepunt heen**

De internationalisering van de Nederlandse beursvennootschappen, afgemeten aan het aantal buitenlandse bestuurders en commissarissen en het buitenlandse houderschap van aandelen, lijkt

<sup>9</sup> Kamerstukken 31 746.

over haar hoogtepunt te zijn. Het buitenlandse houderschap van aandelen van AEX-vennootschappen piekte in 2005 op 75 procent, waarna een gestage daling inzette tot ongeveer 72 procent eind 2009. Voor het eerst in jaren steeg daarentegen het percentage aandelen van AEX-vennootschappen dat door Nederlandse institutionele beleggers wordt gehouden (zie tabel 4). Overigens zijn er tussen de vennootschappen welke grote verschillen te constateren (met name tussen de grote multinationals die in de AEX-index zijn opgenomen en de kleinere, meer op Nederland gerichte vennootschappen).

*Tabel 4: Aandeelhouderschap van Nederlandse AEX-vennootschappen (percentages; administratiekantoren uitgezonderd; jaareinde)*

|                                           | 1995 | 2005 | 2008 | 2009 |
|-------------------------------------------|------|------|------|------|
| Buitenlandse beleggers                    | 37   | 75   | 74   | 72   |
| Nederlandse institutionele beleggers      | 24   | 10   | 8    | 12   |
| Nederlandse niet-financiële ondernemingen | 19   | 2    | 10   | 10   |
| Nederlandse particuliere beleggers        | 19   | 5    | 8    | 6    |
| Nederlandse overheid                      | -    | 1    | 0    | 0    |
| Onbekend                                  | 1    | 7    | 0    | 0    |

Bron: Commissie Peters, DNB, jaarverslagen vennootschappen, databank Eumedion

Ook de internationalisering van de besturen en raden van commissarissen van de AEX-vennootschappen lijkt over haar hoogtepunt heen te zijn (zie tabel 5).

*Tabel 5: Aantal personen met buitenlandse nationaliteit in bestuur en raad van commissarissen van AEX-vennootschappen (percentage van het totaal; stand eind mei van het betreffende jaar)*

|                         | 1999 | 2007 | 2009 | 2010 |
|-------------------------|------|------|------|------|
| Bestuur                 | 33%  | 52%  | 41%  | 41%  |
| Raad van commissarissen | 25%  | 52%  | 40%  | 39%  |

De terugval in de hierboven genoemde maatstaven van internationalisering heeft waarschijnlijk vooral te maken met de overnames en splitsingen van een aantal grote AEX-vennootschappen (zoals ABN Amro, Fortis, Hagemeyer, Numico, Vedor en VNU) in de afgelopen jaren, waardoor kleinere, nu meer op de Nederlandse markt gerichte vennootschappen in de AEX-index zijn opgenomen.

## 9. Andere opvallende zaken

- Opvallend was dat nog niet alle beursvennootschappen en hun externe accountants kennelijk op de hoogte waren van de inwerkingtreding van de aangepaste Code Tabaksblat. De beursvennootschappen Sligro Food Group, ICT Automatisering, HITT, Koninklijke Brill, Royal Delft Porceleynse Fles en Vivenda Media Groep legden in hun jaarverslag nog verantwoording af over de naleving van de 'oorspronkelijke' Code Tabaksblat en gaven uitleg over afwijkingen die in de



aangepaste code zijn geschrapt. Er wordt niet gerapporteerd over de naleving of niet-naleving van nieuwe bepalingen die in de aangepaste Code zijn opgenomen.

- De buitengewone aandeelhoudersvergadering van Océ van 12 februari 2010 nam o.a. het voorwaardelijke besluit tot benoeming van vier commissarissen welke gelieerd zijn aan de bieder op de aandelen Océ (Canon), waardoor een meerderheid van commissarissen uit niet-onafhankelijke personen bestaat. Ook werden (voorwaardelijk) de statuten gewijzigd om met name de toekomstige grootaandeelhouder (Canon) een machtiger positie te geven. De besluiten traden in werking op het moment dat Canon het openbaar bod gestand deed. Canon had de vrijheid om het bod reeds gestand te doen als een gewone meerderheid van de aandelen aan Canon was aangeboden en sloot daarbij de mogelijkheid niet uit om een juridische fusie door te voeren en om de Océ-aandelen niet langer beursgenoteerd te laten zijn. Een aantal minderheidsaandeelhouders vreesde hierdoor in een beknelde positie te raken en maakte de zaak aanhangig bij de Ondernemingskamer. De betreffende aandeelhouders kregen echter nul op het rekest. De gang van zaken bij Océ is voor Eumedon aanleiding om te onderzoeken of de Nederlandse wet- en regelgeving wel voldoende waarborgen biedt om minderheidsaandeelhouders te beschermen in de fase nadat een bieder een openbaar bod gestand heeft gedaan bij een percentage van het geplaatste kapitaal tussen 50 en 95 (de drempel voor de mogelijkheid voor de grootaandeelhouder om minderheidsaandeelhouders uit te kopen). Eumedion zal over deze problematiek binnenkort haar opinie kenbaar maken.

## Bijlage I: Top-10 controversiële agendavoorstellen van Nederlandse AEX-vennootschappen

| Vennootschap   | Voorstel                                                                                  | Tegen | Onthouding | Totaal niet ingestemd | Uitslag    |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------------|-----------------------|------------|
| Unilever NV    | Machtiging van het bestuur tot inkoop van 6% en 7% cumulatief-preferente aandelen         | 84,0% | 0,6%       | 84,6%                 | Aangenomen |
| Unilever NV    | Kapitaalvermindering t.a.v. 4% cumulatief-preferente aandelen                             | 84,0% | 0,4%       | 84,4%                 | Aangenomen |
| TNT            | Vrijwillige handhaving structuurregime                                                    | 80,6% | 2,2%       | 82,8%                 | Verworpen  |
| ING Groep      | Implementatie van de herziene Code Tabaksblad                                             | 71,0% | 0,5%       | 71,5%                 | Aangenomen |
| Wolters Kluwer | Machtiging van het bestuur om voorkeursrecht aandeelhouders te beperken of uit te sluiten | 37,5% | 1,8%       | 39,3%                 | Aangenomen |
| Fugro          | Statutenwijziging: wijziging drempel agenderingsrecht aandeelhouders                      | 35,9% | 0,0%       | 35,9%                 | Aangenomen |
| AkzoNobel      | Machtiging van het bestuur om voorkeursrecht aandeelhouders te beperken of uit te sluiten | 31,6% | 0,3%       | 31,9%                 | Aangenomen |
| Wolters Kluwer | Machtiging van het bestuur om nieuwe aandelen uit te geven                                | 20,4% | 1,8%       | 22,2%                 | Aangenomen |
| Heineken NV    | Wijziging bezoldigingsbeleid voor het bestuur                                             | 17,6% | 0,4%       | 18,0%                 | Aangenomen |
| Heineken NV    | Wijziging lange termijn incentive plan voor het bestuur                                   | 16,6% | 0,4%       | 17,0%                 | Aangenomen |

*Noot 1: percentage van het ter vergadering totaal aantal uitgebrachte stemmen, exclusief de stemrechten uitgeoefend door een administratiekantoor. Door de invloed van het administratiekantoor zijn de in de tabel genoemde voorstellen van Unilever NV en ING Groep aangenomen.*

*Noot 2: bij een aantal vennootschappen telt het aantal stemonthoudingen niet mee in de officiële uitslag. Hierdoor kunnen de officiële percentages en voor- en tegenstemmen anders komen te liggen dan in de bovenstaande tabel weergegeven.*