

EVALUATIE VAN HET AVA-SEIZOEN 2016

Inleiding

Elk jaar maakt Eumedion¹ een evaluatie van het jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingen-seizoen (AVA-seizoen). Hieronder de voornaamste inhoudelijke bevindingen van de jaarverslagen over boekjaar 2015 en van de reguliere aandeelhoudersvergaderingen die in 2016 zijn gehouden².

Samenvatting

- De participatiegraad van kapitaalverschaffers behield zijn stijgende tendens en kwam uit op ruim 71% bij de AEX-vennootschappen en 65% bij de AMX-vennootschappen.
- Drie stempunten werden door de AVA verworpen (2015: zes), vier stempunten werden voorafgaand aan de AVA ingetrokken en één stempunt werd voorafgaand aan de AVA aangepast.
- Aandeelhouders lieten blijken vooral moeite te hebben met de toekenning van speciale bonussen, zoals synergie-, transactie- en retentiebonussen en met een ontoereikende toelichting op voorstellen tot wijziging van het bezoldigingsbeleid.
- Twee AEX-vennootschappen schraptten een beschermingsconstructie: ING Groep schafte de certificering van haar aandelen af en Boskalis de vrijwillige toepassing van het structuurregime. Aandeelhouders van DSM grepen het stempunt over de hoogte van de dividend op preferente aandelen aan om te pleiten voor evenredigheid van stemrecht en kapitaalinzet op deze aandelen. Brill kondigde aan haar corporate governancestructuur, waar een drietal beschermingsconstructies onderdeel van zijn, te zullen herijken. Het voorstel tot het aanpassen en het verlengen van de bestaande calloptieovereenkomst tussen Ahold en haar beschermingsstichting werd van de agenda gehaald.
- Aandeelhouders lijken soepeler te staan tegen machtigingen aan het bestuur wanneer het voorkeursrecht behouden blijft. Zo gingen de kapitaalverschaffers van ING Groep akkoord met een emissiemachtiging van maar liefst 50%, waarvan 40% met voorkeursrecht en aandeelhouders van Gemalto met een emissiemachtiging van 30%, waarvan 20% met voorkeursrecht.
- Steeds meer beursvennootschappen verschaffen hun beleggers inzicht in het belastingbeleid en de hoogte van de effectieve belastingvoet. Veel beursvennootschappen willen nog geen gedetailleerde informatie verschaffen over de betalingen aan de overheden van de landen waar zij activiteiten hebben.

¹ De bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers vertegenwoordigen in totaal ongeveer 25% van de aandelen van de Nederlandse beursvennootschappen.

² Alleen de AVA's van de vennootschappen met statutaire zetel of hoofdkantoor in Nederland, die een beursnotering hebben aan Euronext Amsterdam zijn in dit evaluatierapport betrokken.

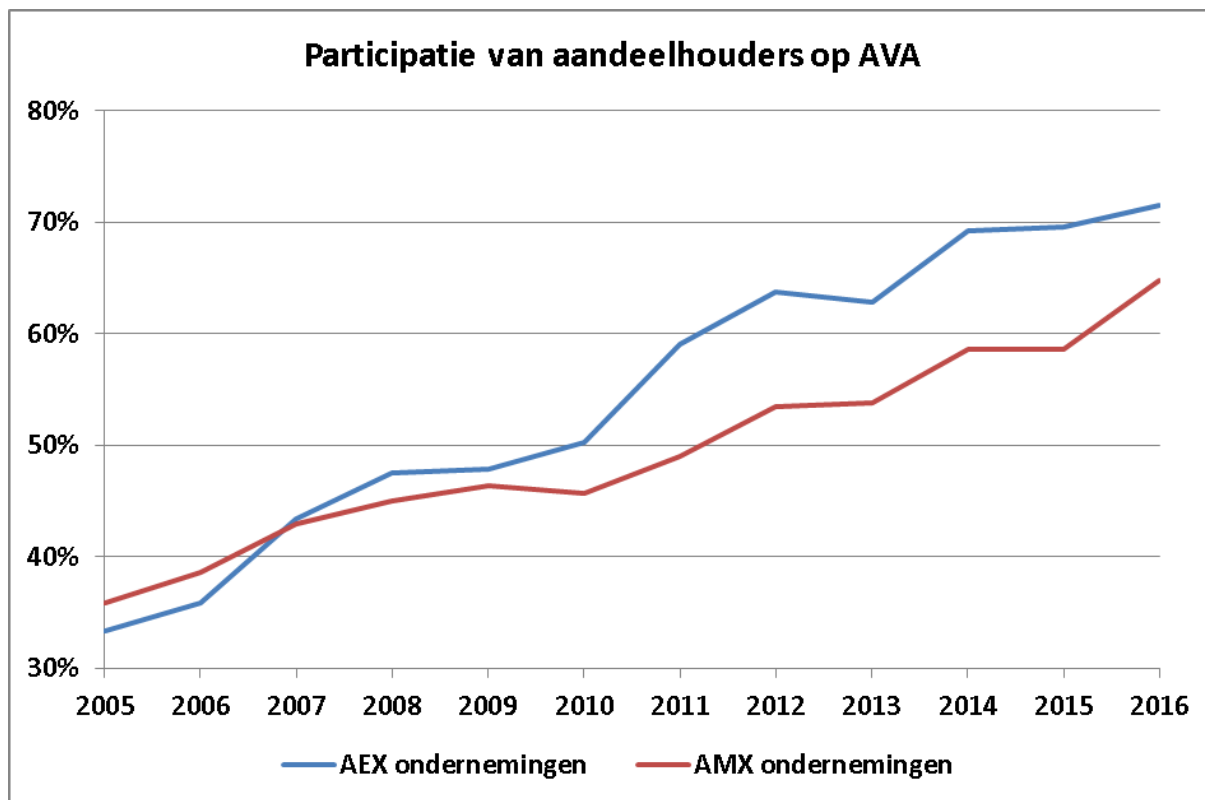
- Het aantal beursvennootschappen dat een 'geïntegreerd jaarverslag' publiceerde verdrievoudigde: van 6 in 2015 naar 18 dit jaar. Met een geïntegreerd verslag krijgen beleggers beter inzicht in het lange termijn waardecreatiemodel en de daarbij behorende risico's.

1. Stijgende participatiegraad aandeelhouders houdt aan

Aandeelhouders en certificaathouders konden stemmen over 873 voorstellen, waarvan één aandeelhoudersvoorstel. Follow This, een collectief van Shell-aandeelhouders die het gas- en oliebedrijf sneller duurzaam wil maken, agendeerde het voorstel om van Shell een duurzaam energiebedrijf te maken door de winsten uit de olie- en gasactiviteiten voortaan te investeren in duurzame energie. Shell zou daartoe binnen één jaar haar strategie daarop moeten aanpassen. Het voorstel werd door de AVA van Shell met 97,2% van de uitgebrachte stemmen weggestemd. Delta Lloyd-groootaandeelhouder Highfields Capital Management diende ook een agendavoorstel in, namelijk de bespreking van de afspraken tussen Delta Lloyd en 7,1%-aandeelhouder Fubon Financial Holding. Dit verzoek tot agendering werd door het bestuur van de verzekeraar afgewezen, omdat het te laat was ingediend. Delta Lloyd stelde bovendien dat de belangrijkste elementen van de afspraken al voldoende openbaar waren gemaakt, zodat aandeelhouders tijdens de AVA er sowieso vragen over zouden kunnen stellen.

Uiteindelijk werden – naast de aandeelhoudersresolutie bij Shell – slechts twee voorstellen door de AVA verworpen, namelijk de machtiging aan het bestuur van Tie Kinetix om de komende 18 maanden tot 20% nieuwe aandelen uit te geven en het voorstel voor een statutenwijziging bij Core Laboratories. Vier voorstellen – de emissiemachtiging voor het bestuur van Fugro en Heijmans en de voorstellen om daarbij het voorkeursrecht uit te sluiten – konden alleen met steun van hun administratiekantoren worden aangenomen (zie ook bijlage 1). Vier voorstellen werden ingetrokken (toekenning van synergiebonussen voor de Ahold-bestuurders, verlenging van de calloptieovereenkomst tussen Ahold en haar beschermingsstichting, wijziging dividend op de preferente aandelen van DSM en de benoeming van een commissaris bij Brill), alsmede één onderdeel van het voorstel van BESI om het bezoldigingsbeleid te wijzigen (mogelijkheid tot toekenning van transactiebonussen aan het bestuur). In de paragrafen 2 en 3 en bijlage 2 wordt hier nader op ingegaan.

Het aantal uitgebrachte stemmen op de AVA's van de AEX- en AMX-vennootschappen behield zijn stijgende tendens en kwam uit op ruim 71% bij de AEX-vennootschappen en 65% bij de AMX-vennootschappen (zie grafiek).



2. Aandeelhouders kritisch over toekenning speciale bonussen

Dertien beursvennootschappen (AkzoNobel, Ahold, Vopak, Altice, BinckBank, BESI, Flow Traders, Sligro Food Group, Beter Bed, Wessanen, Kiadis Pharma, Kardan, en Curetis) hadden een wijziging van het bezoldigingsbeleid op de agenda van de AVA staan of de toekenning van een speciale bonus. De voorstellen leidden alleen tot controverse met de aandeelhouders wanneer het beleid de mogelijkheid tot toekenning van een speciale bonus, zoals een synergie-, transactie- of retentiebonus, bevatte of onvoldoende waren toegelicht. Dat eerste was het geval bij Ahold, BESI en Wessanen. Uiteindelijk werden de voorstellen voor de toekenning van synergiebonussen voor de Ahold-bestuurders en voor de mogelijke toekenning van een transactiebonus voor de bestuurder van BESI onder druk van aandeelhouders ingetrokken. Het voorstel om de bestuursvoorzitter van Wessanen middenin zijn eerste benoemingstermijn een retentiebonus toe te kennen kon alleen met behulp van de grootaandeelhouder – die ook gerepresenteerd is in de RvC van Wessanen – door de AVA worden aangenomen. Bij Flow Traders en Beter Bed leidde een tekort aan duidelijkheid over de wijzigingsvoorstellen tot een substantiële hoeveelheid tegenstemmen (meer dan 20%). Zo kon uit het voorstel tot wijziging van het bezoldigingsbeleid van Flow Traders nauwelijks worden afgeleid welke wijzigingen precies werden voorgesteld. Uit het voorstel tot wijziging van de optieregeling van Beter Bed was niet af te leiden welke vennootschappen in de referentiegroep voor het afmeten van de prestaties waren opgenomen, het aantal opties dat onvoorwaardelijk zou worden bij bepaalde prestaties en onduidelijkheid over de mogelijkheid om tussentijds de uitoefenprijs van de opties naar beneden aan te passen. Ter AVA werd aanvullende relevante informatie verschaft, maar deze informatie kwam te laat voor de aandeelhouders die niet ter vergadering aanwezig konden zijn en hun steminstructie al ruim vóór de vergadering moesten afgeven. Eumedion zou vennootschappen daarom

dringend willen oproepen om de voorstellen tot het wijzigen van het bezoldigingsbeleid goed schriftelijk te motiveren en niet pas ter AVA.

Om ongenoegen van aandeelhouders en mogelijk ook de samenleving voor te zijn heeft een aantal RvC's gebruik gemaakt van hun discretionaire bevoegdheid om bonussen neerwaarts aan te passen. Zo besloot de RvC van Aegon om de korte termijn bonus voor het bestuur over boekjaar 2007 met bijna 7% te korten "after incorporating model validation updates and assumption changes for the 2015 financial performance of the Group". De niet-uitvoerende bestuurders van Unilever pasten ook een korting van bijna 7% toe op de korte termijn bonus voor de uitvoerende Unilever-bestuurder in verband met de tekortschietende prestaties ten aanzien van de stijging van de marktaandeel, de "wendbaarheid" van de onderneming en de kostenbeheersing. De niet-uitvoerende bestuurders van Shell kortten de uitvoerende bestuurders van Shell bijna 10% op hun jaarbonus, in verband met een aantal veiligheidsincidenten en het stopzetten van een project. De RvC van Delta Lloyd besloot om helemaal geen bonus aan de bestuurders van de verzekeraar toe te kennen "vanwege de ontwikkelingen van de solvabiliteit en de reactie daarop op de beurskoers van Delta Lloyd in 2015". Alleen de RvC van IMCD maakte gebruik van opwaartse discretie in verband met de hoge score op één van de prestatie maatstaven voor de kortetermijnbonus voor de bestuurders.

In een aantal gevallen namen bestuursvoorzitters zelf het initiatief tot versoering van het bezoldigingspakket. Zo weigerde de CEO van Unilever een verhoging van het vaste salaris, terwijl de bestuursvoorzitter van Fugro weigerde een bonus over boekjaar 2015 aan te nemen, hoewel een aantal doelstellingen voor de uitkering van de bonus wel was gehaald. Ook drie van de vier bestuurders van Curetis zagen vrijwillig af van het in ontvangst nemen van een bonus over boekjaar 2015.

Nadat in 2014 veertien beursvennootschappen de bezoldiging van de RvC/niet-uitvoerende bestuurders verhoogden en in 2015 maar liefst 24, volgden in 2016 nog elf vennootschappen (DSM, ING Groep, Wolters Kluwer, Arcadis, Brunel, KAS BANK, Kiadis Pharma, Batenburg Techniek, Van Lanschot, Tie Kinetix en Curetis). De verhoging werd veelal gemotiveerd door de toegenomen werkzaamheden en aansprakelijkheid voor de commissarissen en een 'bezoldigingsgat' in vergelijking met andere, vergelijkbare vennootschappen. Deze redenen overtuigden de aandeelhouders. Alle voorstellen tot verhoging van de bezoldiging van de commissarissen/niet-uitvoerende bestuurders werden met ruime meerderheden door de AVA aangenomen. Curetis was overigens de enige vennootschap die voorstelde om haar commissarissen voortaan (mede) in (aandelen)opties te belonen. Curetis is na Pharming, AMG en Core Laboratories de vierde Nederlandse beursvennootschap die haar commissarissen/niet-uitvoerende bestuurders mede in financiële instrumenten beloont.

3. Twee AEX-vennootschappen zetten mes in beschermingsconstructies

Na jaren van aandeelhouderskritiek op de gekozen beschermingsconstructies, gingen ING Groep en Boskalis in 2016 overstap en schaften zij die constructie af die het meest onder vuur lag. Bij ING Groep was dat de certificering van aandelen. Voor bijna alle aandelen van ING zijn nu nog certificaten uitgegeven. Alleen de certificaten zijn beursgenoteerd. De onderliggende aandelen worden gehouden door de Stichting ING Aandelen, een administratiekantoor. Dit administratiekantoor stemt op die aandelen waarvoor certificaathouders geen stemvolmacht hadden gevraagd om zelf te stemmen. Door absentieïsme van certificaathouders, vertegenwoordigde het ING-administratiekantoor in de afgelopen jaren in de AVA nog een substantieel aantal stemmen; in de regel tussen de 40 en 50 procent. Nadat het administratiekantoor is ontbonden, kunnen de kapitaalverschaffers 'vrijelijk' besluiten over alle zaken die op de AVA-agenda staan. De ontmanteling van het administratiekantoor had wel een 'prijs': het is voor de ING-kapitaalverschaffers moeilijker geworden om een onderwerp voor de agenda van een AVA te agenderen en om niet-functionerende bestuurders en commissarissen te ontslaan. Daarnaast blijft de stichting die ten tijde van ongewenst aandeelhoudersactivisme of van een vijandige overname beschermingspreferente kan nemen, voortbestaan.

Boskalis stelde haar aandeelhouders voor om de vrijwillige toepassing van het structuurregime af te schaffen. Een grote beursvennootschap is wettelijk verplicht het structuurregime toe te passen, tenzij het merendeel van haar werknemers in het buitenland werkzaam is. Bij Boskalis is dat al sinds het einde van de vorige eeuw het geval, maar het baggerbedrijf continueerde op vrijwillige basis het structuurregime. Tijdens de AVA die in 2015 plaatsvond, hebben aandeelhouders de ondernemingsleiding van Boskalis verzocht de vrijwillige toepassing van het structuurregime te heroverwegen. Onder het structuurregime kan de AVA namelijk geen bestuurders benoemen en ontslaan. De RvC heeft die exclusieve bevoegdheid. De ondernemingsleiding van Boskalis gaf gehoor aan de oproep van aandeelhouders en zal voor een volgende AVA een statutenwijziging voorbereiden.

Ahold stelde voor om de calloptieovereenkomst met haar beschermingsstichting met vijf jaar te verlengen, zodat Aholds beschermingsconstructie ook de komende vijf jaar effectief zal zijn. Tevens werd toegezegd dat Ahold binnen zes maanden na eventuele uitoefening van de calloptie door de beschermingsstichting een BAVA zal beleggen om de dan ontstane situatie met haar aandeelhouders te bespreken. Het voorstel werd uiteindelijk na commentaar van aandeelhouders ingetrokken. Er bestond volgens hen geen onmiddellijke noodzaak om de calloptieovereenkomst op korte termijn aan te passen, aangezien de huidige overeenkomst met de Stichting Ahold Continuïteit nog tot december 2018 doorloopt.

Aandeelhouders van DSM grepen het stempunt over de hoogte van de dividend op preferente aandelen aan om te pleiten voor evenredigheid van stemrecht en kapitaalbreng op deze aandelen. Er gaat dan vanuit de preferente aandelen geen beschermende werking meer uit. De preferente

aandelen werden in 1996 gecreëerd door de omzetting van gewone aandelen die de Nederlandse Staat destijds nog hield. De preferente aandelen werden uitgegeven tegen een korting van 54% op de toenmalige prijs op gewone aandelen. Het stemrecht op de preferente aandelen werd echter niet aangepast, zodat er geen evenredigheid is tussen kapitaalbreng en stemrecht. Dit is wel door de Nederlandse corporate governance code voorgeschreven. In de statuten van DSM is bepaald dat het dividendpercentage op de preferente aandelen is gebaseerd op het effectieve rendement op Nederlandse staatsleningen met een looptijd van negen tot tien jaar, verhoogd met een opslag of verlaagd met een korting van niet meer dan 100 basispunten. Elke tien jaar dient het dividendpercentage te worden aangepast aan de hand van deze berekening. Op basis van deze berekening lag het dividendpercentage de afgelopen tien jaar op ongeveer 4,3%. Gelet op de lage rente van dit moment, zou het nieuwe dividendpercentage uitkomen op circa 1,7%. Dit percentage zou volgens DSM ruim onder huidige marktwaarden voor preferente aandelen liggen. Bovendien heeft het speciaalchemieconcern tot beleid al zijn aandeelhouders een fair dividend te bieden door een stabiel en bij voorkeur stijgend dividend uit te keren. Mede hierom stelde DSM voor eenmalig af te wijken van de in de statuten opgenomen berekening van het dividendpercentage door het percentage voor de komende vijf jaar te bevriezen op het huidige niveau en deze pas weer in 2021 te herzien. Een aantal houders van gewone aandelen maakte DSM duidelijk hier bezwaar tegen te hebben, mede omdat het stemrecht op de preferente aandelen ook ongewijzigd zou blijven. DSM besloot het voorstel van de AVA-agenda te halen. DSM gaat nu een verdere dialoog voeren alvorens te bepalen wat de beste aanpak is voor alle stakeholders.

Smallcaponderneming Koninklijke Brill heeft tijdens de AVA aangekondigd de huidige governancestructuur, in zijn samenhang en praktische werking, tegen het licht te zullen houden. Na de zomer zal een certificaathoudersvergadering bijeen worden geroepen om hierover van gedachten te wisselen. Brill is momenteel één van de best beschermde beursvennootschappen van Nederland. De ASxX-vennootschap is wettelijk verplicht om het structuurregime toe te passen, zodat de AVA geen invloed heeft op de samenstelling van het bestuur. Alleen de RvC is bevoegd tot benoeming en ontslag van de bestuurders. Daarnaast heeft Brill de aandelen gecertificeerd en kunnen de certificaathouders een stemvolmacht worden geweigerd ten tijde van een vijandige (overname)situatie. Verder heeft een stichting de mogelijkheid om beschermingspreferente aandelen te nemen in het geval van een vijandig bod op de (certificaten van) aandelen dan wel ongewenst aandeelhoudersactivisme. En tot slot heeft de gecombineerde vergadering van de RvC en het bestuur de bevoegdheid bindende voordrachten voor de benoeming van bestuurders en commissarissen te doen, alsmede een statutenwijziging voor te stellen. Het is onduidelijk welke beschermingsconstructie Brill wil heroverwegen.

4. Emissiemachtigingen

Bij Nederlandse beursvennootschappen was het tot nu toe *market practice* dat door de AVA een 'standaard' emissiemachtiging wordt verleend van 10% van het geplaatste kapitaal, verhoogd met 10% voor het geval sprake is van fusie of overname. Het bestuur wordt tot dit percentage ook

gemachtigd om het wettelijke voorkeursrecht voor bestaande aandeelhouders te beperken of uit te sluiten. Steeds meer, vooral niet-Nederlandse institutionele beleggers hanteren striktere richtlijnen voor het uitsluiten of beperken van het voorkeursrecht; soms tot hooguit 5%. De richtlijnen zijn door veel institutionele beleggers daarentegen na de financiële crisis verruimd als het gaat om machtigingen om nieuwe aandelen uit te geven mét behoud van het voorkeursrecht. Sommige beleggers hanteren de richtlijn om machtigingen tot 100% van het geplaatste of maatschappelijke kapitaal toe te staan, wanneer het voorkeursrecht wordt behouden.

ING Groep was de eerste grote Nederlandse beursvennootschap die de nieuwe richtlijnen van institutionele beleggers 'testte'. De bank stelde zijn aandeelhouders voor om het ING-bestuur te machtigen om tot 50% nieuwe aandelen uit te geven voor niet nader gespecificeerde doeleinden, waarvan 40% met voorkeursrecht. De 40% met voorkeursrecht was wel zodanig geclausuleerd dat dit alleen zou gelden voor aandeelhouders die – kort gezegd – in die jurisdicties zijn gezeteld die geen strengere prospectuseisen stellen dan die gelden in Nederland of de Verenigde Staten. De vennootschap zou anders buitensporige kosten moeten maken voor bijvoorbeeld het vertalen van een prospectus in minder gangbare talen of het publiceren van aanvullende informatie bovenop de informatie die al op grond van het Nederlandse en Amerikaanse effectenrecht in het prospectus zou moeten worden opgenomen. De bank publiceerde ruim drie weken voor de AVA nog aanvullende informatie over welke soorten aandeelhouders en welke jurisdicties door deze nadere clausulering zouden worden geraakt. Het ging daarbij onder meer om Japanse aandeelhouders en particuliere aandeelhouders in Australië, Canada en in (mogelijk) een aantal EU-lidstaten. ING doorstond de 'test'. Slechts 10,5% van het aanwezige of vertegenwoordigde aandelenkapitaal (exclusief het administratiekantoor) stemde tegen de emissiemachtiging.

Ook Gemalto stelde een ruimere machtiging voor dan de in Nederland geldende marktpraktijken. Gemalto vroeg de AVA een emissiemachtiging van 30%, waarvan 20% met voorkeursrecht. Gemalto stelde in tegenstelling tot ING Groep geen voorwaarden voor het behoud van het voorkeursrecht. Ook Gemalto kreeg van haar AVA de geraagde machtiging.

De kans bestaat dat de door ING Groep voorgestelde machtigingssystematiek in de toekomst wordt gekopieerd door andere Nederlandse beursvennootschappen, in het bijzonder de beursgenoteerde financiële instellingen. Eumedion is hier geen voorstander van, mede omdat de ruime emissiemachtiging ook kan worden benut voor het aangaan van een fusie of het doen van een grote overname. Juist bij de meeste Nederlandse financiële instellingen heeft de AVA geen 'grip' op grote overnames. Pas bij een overname ter grootte van 1/3 van het balanstotaal moet de overname ter goedkeuring aan de AVA te worden voorgelegd. Dit goedkeuringsrecht is in de praktijk bij de meeste Nederlandse financiële instellingen illusoir. Bij ING moet het dan bijvoorbeeld gaan om een overname van ten minste € 281 miljard, bij Aegon om een overname van ten minste € 139 miljard en bij NN Group om een overname van ten minste € 54 miljard. Alleen via een beperkte 'up front' emissiemachtiging kan de AVA eventuele expansiedriften van bestuurders van financiële instellingen

in bedwang houden. Het zou al helpen als van de gevraagde ruime emissiemachtigingen fusies en overnames worden uitgesloten.

5. Sterke toename aantal beursvennootschappen dat geïntegreerd verslag publiceert

Eumedion had de beursvennootschappen in haar Speerpuntenbrief 2016 opgeroepen om verdere stappen te zetten naar het publiceren van een geïntegreerd jaarverslag. In een geïntegreerd jaarverslag krijgen beleggers en andere stakeholders een meer samenhangend inzicht in het verdienmodel, het waardescheppend vermogen van de onderneming en het beslag van de vennootschap op verschillende soorten kapitaal (zoals menselijk kapitaal, natuurlijk kapitaal en financiële middelen) om deze waarde te creëren. 18 beursvennootschappen publiceerden over boekjaar 2015 een geïntegreerd jaarverslag, tegenover 6 over boekjaar 2014. Uit de dialogen die Eumedion met beursvennootschappen heeft gevoerd, blijkt dat dit aantal de komende jaren ten minste zal verdubbelen. Een aantal beursvennootschappen is nog bezig met het inrichten van hun interne procedures om de duurzaamheidsinformatie even snel te kunnen verzamelen – en daarmee te kunnen publiceren – als de financiële informatie. Een aantal andere beursvennootschappen is nog bezig met het proces van *integrated thinking* en met het incorporeren van duurzaamheid in de strategie en in het verdienmodel van de vennootschap. Veel vennootschappen die al een geïntegreerd jaarverslag hebben gepubliceerd, geven te kennen dat *integrated reporting* heeft bijgedragen aan het interne denken over het lange termijn verdienmodel en de risico's daarbij en de externe transparantie daarover. Eumedion verwacht dat 'geïntegreerde verslaggeving' een verdere impuls zal krijgen door het voorstel van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code tot aanpassing van de Nederlandse corporate governance code. Eén van de nieuwe codebepalingen dwingt beursvennootschappen om in het bestuursverslag een inhoudelijke omschrijving te geven van de visie op lange termijn waardecreatie, de strategie ter realisatie daarvan en op welke wijze in het afgelopen boekjaar daaraan is bijgedragen (ontwerpbepaling 1.1.3).

Onder de beursvennootschappen die dit jaar een geïntegreerd jaarverslag hebben gepubliceerd is KPN. KPN ging zelfs nog een stap verder door ook een 'geïntegreerde' of 'gecombineerde' controleverklaring van haar externe accountant EY in het geïntegreerde jaarverslag op te nemen. In de 'geïntegreerde' controleverklaring krijgen de beleggers op één plek in het geïntegreerde jaarverslag de conclusies van de externe accountant over zijn controlewerkzaamheden met betrekking tot de jaarrekening, het bestuurs- en RvC-verslag én de duurzaamheidsinformatie. Ook worden zijn kernpunten van zijn controlewerkzaamheden in één verklaring weergegeven. Bovendien heeft de externe accountant het gehele bestuurs- en RvC-verslag beoordeeld en daaruit de conclusie getrokken dat er geen materiële onjuistheden in het verslag zijn opgenomen. Eumedion moedigt andere beursvennootschappen het voorbeeld van KPN te volgen.

6. Meer transparantie over belastingbeleid en effectieve belastingvoet

Eumedion riep de Nederlandse beursvennootschappen op om meer inzicht te geven in het belastingbeleid, de effectieve belastingvoet en de hoogte van de belastingbetalingen. Beleggers

hebben deze informatie nodig om een beter inzicht te krijgen in het rendements-risicoprofiel van de vennootschap. De laatste tijd is gebleken dat er toenemende governance-, compliance-, financiële verslaggevings-, reputatie- en maatschappelijke risico's kleven aan een agressieve belastingstrategie van een vennootschap.

Tot onze tevredenheid hebben veel vennootschappen een *tax statement* in hun jaarverslag of op hun website opgenomen: op twee na alle AEX-vennootschappen, ongeveer twee-derde van de AMX-vennootschappen en 35% van de AScX-vennootschappen. Daarnaast vermelden vrijwel alle beursvennootschappen hun effectieve belastingvoet in de jaarrekening en geven zij hierop een toelichting. Slechts een klein aantal vennootschappen is ook transparant over de 'target range' van de toekomstige ontwikkeling van de effectieve belastingdruk.

Veel beursvennootschappen zijn nog wel terughoudend met het opnemen van informatie over betalingen aan de overheden in de landen waar zij activiteiten hebben. Slechts de beursgenoteerde banken (ING Groep, ABN AMRO, BinckBank en KAS BANK) en een aantal verzekeraars (NN Group en Delta Lloyd) publiceren per land de belastingbetalingen (*country by country-reporting*). Van de niet-financiële beursvennootschappen maken alleen DSM, Unilever, Randstad Holding, Heineken, Ahold, KPN, Vopak en BAM Groep een onderverdeling in de totale belastingbetalingen. Sommige alleen per regio, sommige van de belangrijkste markten en sommige per regio en de belangrijkste landen waar zij activiteiten hebben. Uit de dialogen die Eumedion-deelnemers met beursvennootschappen hebben gevoerd blijkt dat een aantal andere beursvennootschappen nadenken om in het jaar- of duurzaamheidsverslag 2016 een eerste stap naar *country-by-country-reporting* te zetten. De meerderheid van de beursvennootschappen acht een gedetailleerde uitsplitsing van belastingbetalingen concurrentiegevoelige informatie en wacht (Europese) wetgeving eerst af.

7. Grote variatie in transparantie over acquisitiestrategie

Eumedion had de beursvennootschappen voorts gevraagd meer transparantie te betrachten ten aanzien van het acquisitiebeleid. Ook werd verzocht om te overwegen om de drempels voor het goedkeuren van een majeure overname door de AVA te verhogen. Uit een analyse van de jaarverslagen en de websites van de beursvennootschappen blijkt dat de transparantie over de acquisitiestrategie zeer wisselend is. Een aantal vennootschappen beschrijft gedetailleerd de criteria om een overname in overweging te nemen, waarbij aandacht wordt besteed aan de financiële en strategische criteria en de bestuurbaarheid. Van de 75 AEX, AMX- en AScX-ondernemingen hebben er 18 een voor beleggers inhoudsvolle beschrijving van de acquisitiestrategie in het jaarverslag of op de website opgenomen. Het zijn vooral de vennootschappen die een 'actief' overnamebeleid hebben, die ook uitgebreide informatie over dat beleid hebben opgenomen. Vennootschappen die momenteel nauwelijks tot geen overnames doen of overwegen, maken daar ook nauwelijks woorden aan vuil. Toch zou het voor de duidelijkheid goed zijn om klip en klaar aan te geven dat een vennootschap geen actieve overnamestrategie heeft en ook niet voornemens is op korte termijn een dergelijke strategie te voeren.

Eumedion vroeg de beursvennootschappen verder om in overweging te nemen de drempels voor de AVA om majeure overnames goed te keuren te verhogen naar een twee-derde stemmeerderheid met eventueel nog een quorum. Slechts een gering aantal beursvennootschappen was bereid om dit serieus in overweging te nemen. Het overgrote deel van de beursvennootschappen voelde hier niets voor. Deze beursvennootschappen vinden dat kleine, activistische aandeelhouders op die manier veel te veel te zeggen krijgen. Eumedion vindt dit een teleurstellend resultaat. Zij heeft een voorstel over deze problematiek opgenomen in haar position paper over de bescherming van minderheidsaandeelhouders in vennootschappen met een controlerend aandeelhouder.³

8. Roulatie van externe accountant en controleverklaringen

Negen beursvennootschappen plaatsten dit jaar een voorstel tot benoeming van een nieuwe externe accountant op de agenda van de AVA. In de afgelopen drie jaar zijn daarmee vrijwel alle beursvennootschappen van externe accountant gewisseld. In geen enkel geval werd het voorstel voor de accountantsroulatie door de AVA verworpen. Opvallend was de aankondiging van ICT Group om na vijf jaar controlewerkzaamheden door Deloitte alweer een tender voor een nieuwe externe accountant uit te schrijven. Volgens de vennootschap heeft dit onder andere te maken met “de gewijzigde omvang, activiteiten en strategie van de vennootschap”. Wellicht speelt de stijging van de controlekosten van maar liefst 177% in 2015 in vergelijking met 2014 ook een rol. Het is de intentie van ICT Group om een nieuwe externe accountant aan de AVA van 2017 voor benoeming voor te dragen.

26 beursvennootschappen wisselden in 2015 al van externe accountant. Bij veertien vennootschappen ging dit gepaard met een daling van de controlekosten (variërend van 1% bij Beter Bed Holding tot 49% bij Wolters Kluwer) en bij twaalf vennootschappen met een verhoging (variërend van 6% bij Aalberts Industries tot 84% bij Oranjewoud). Opvallend is dat de accountantswissel bij alle AEX-vennootschappen, uitgezonderd Aalberts Industries, tot een reductie van de controlekosten leidde. Hetzelfde beeld doemde op bij de wisselingen die in 2014 plaatsvonden (9 van de 16 accountantswisselingen leidden tot een daling van de controlekosten, waaronder alle vier AEX-vennootschappen). Dit kan erop duiden dat deze vennootschappen onder accountantskantoren het meest gewild zijn en er daarom ‘scherpe’ offertes door de accountantskantoren zijn ingediend. De komende jaren zal – mede aan de hand van de toezichtsrapporten van de AFM – moeten blijken dat de daling van de controlekosten niet heeft geleid tot een daling van de kwaliteit van de controles.

Net als vorig jaar voegden de externe accountants een uitgebreide, ondernemingsspecifieke controleverklaring bij de jaarrekening toe. De gemiddelde kwaliteit hiervan is het afgelopen jaar verder toegenomen. Zo werd in vrijwel alle gevallen de reikwijdte van de groepscontrole gekwantificeerd. In de controleverklaringen die bij de jaarrekeningen 2014 werden afgegeven, was dit nog lang niet gemeengoed. Daarnaast werd, in vergelijking met vorig jaar, meer uitleg verschaft bij de keus van de

³ <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/2016-06-position-paper-minderheidsaandeelhouders-def-versie.pdf>.

materialiteitsmaatstaf. Bij de beschrijving van de kernpunten van de controle is in de regel duidelijk wat het issue is en wat de aanpak van de accountant ten aanzien van dat issue is geweest. Wat nogal eens onduidelijk is, is welke conclusies de externe accountant eraan verbindt en of het issue door de vennootschap goed is opgelost. Een indeling 'beschrijving kernpunt' en 'beschrijving van controlewerkzaamheden op het kernpunt' zou wat Eumedion daarom moeten worden aangevuld met 'uitkomst of conclusie' van de accountant.⁴ De externe accountants van ABN AMRO, NSI, Flow Traders, Intertrust, Neways, Kiadis Pharma en Groothandelsgebouwen (allen KPMG) hebben deze driedeling al gemaakt in hun controleverklaring bij de jaarrekening 2015 van deze vennootschappen. Een andere *best practice* is wat Eumedion betreft de externe accountant van Brunel International (PwC) die expliciet in zijn verklaring beschrijft waarom bepaalde kernpunten die in de controleverklaring 2014 werden genoemd niet meer voorkomen in de controleverklaring 2015. Dit voorbeeld verdient volgend jaar navolging door andere accountants.

De meeste kernpunten van de controle hebben nog steeds betrekking op bepaalde posten in de jaarrekening. Wel kunnen wij constateren dat steeds vaker governancegerelateerde zaken, zoals 'tone at the top' en beloningsbeleid vaker een kernpunt van de controle zijn. Zo rapporteerden zes accountants 'management override of controls' als kernpunt, waarbij ook werd gekeken naar de prikkels die van het bezoldigingsbeleid uitgaan en had een andere accountant specifiek de integriteit van twee bestuurders beoordeeld. Bij vijf vennootschappen werd 'naleving van wet- en regelgeving' door de externe accountant als kernpunt van de controle gezien en was bij meerdere vennootschappen de kwaliteit en effectiviteit van het interne risicobeheersings- en controlesysteem onderwerp van aandacht van de accountant.

Opmerkelijk is dat bij vijf vennootschappen de accountant in zijn controleverklaring concludeert dat de interne risicobeheersingsmaatregelen niet het gehele jaar effectief zijn geweest en er hierdoor additionele, gedetailleerde controlewerkzaamheden moesten worden verricht, maar dat het bestuur van de vennootschap een 'in control statement' afgeeft zonder dat daarbij opmerkingen over de (tijdelijke) ineffectieve werking worden gemaakt.⁵ Het bestuur verklaart juist dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen naar behoren hebben gewerkt. Slechts de besturen van ING Groep en Curetis verklaren dat de interne risicobeheersingsmaatregelen niet gedurende het gehele verslagjaar effectief zijn geweest. Deze bevindingen tonen nog steeds aan dat in sommige gevallen de controleverklaringen-nieuwe-stijl meer informatie over het risicoprofiel van de vennootschap dan het bestuursverslag en zeker het in-control-statement. Eumedion zou de besturen willen oproepen eerlijker over de werking en de effectiviteit van de interne beheersingsmaatregelen te rapporteren dan zij nu doen.

⁴ De noodzaak hiertoe bleek wel uit de verwarring in de media (Het Financieele Dagblad van 30 mei 2016) over de opmerkingen van de externe accountant van *small cap* Esperite over een transactie met een verbonden partij in de sectie 'kernpunten van de controle' van zijn controleverklaring. EY beschreef de risico's van de transactie met de verbonden partij en de controle-aanpak daarbij, maar maakte niet duidelijk of de transactie tegen op de markt gebruikelijke condities is overeengekomen.

⁵ Dit was het geval bij Neways, DPA Group, Royal Delft Group, Pharming en Esperite. Deze vennootschappen beschikten in 2015 niet over een interne auditfunctie. Mogelijk mede door het ontbreken van de interne auditfunctie stegen de accountantskosten bij deze vennootschappen met gemiddeld 30%.

9. Toegenomen aandacht voor klimaatrisico's en -kansen

In december 2015 hebben 195 landen in Parijs een klimaatakkoord gesloten. Afgesproken is dat de temperatuurstijging op aarde ten opzicht van het pre-industriële tijdperk tot ruim beneden de twee graden Celsius beperkt moet blijven. Om deze doelstelling te bereiken moet in de tweede helft van deze eeuw sprake zijn van een zogenoemde koolstofvrije economie. Elk van de 195 landen hebben zich gebonden aan het opstellen van een plan voor een emissiereductie van de CO₂-uitstoot. De gevolgen van het klimaatakkoord voor ondernemingen en voor institutionele beleggers kunnen groot zijn. Verschillende ondernemingen besteedden in hun jaarverslagen en/of duurzaamheidsrapporten aandacht aan de consequenties van klimaatverandering en het akkoord van Parijs en beleggers stelden de consequenties tijdens de AVA en in dialogen ook veelvuldig aan de orde.

Mede naar aanleiding van een tijdens de AVA 2015 aangenomen aandeelhoudersresolutie, spendeerde Royal Dutch Shell in zijn duurzaamheidsverslag 2015 elf pagina's over de voorziene energietransitie. Daarnaast werden in de aanloop naar de AVA van 2016 nog twee separate rapporten gepubliceerd, namelijk 'A Better Life With A Healthy Planet; Pathways to Net-Zero Emissions' en 'Energy Transitions and Portfolio Resilience'. Deze rapportages schoten in de ogen van verschillende institutionele beleggers nog tekort in het bieden van voldoende inzicht in de weerbaarheid van Shell's verdienmodel voor veranderingen in het klimaatbeleid van landen als gevolg van de uitvoering van het klimaatakkoord van Parijs. Institutionele beleggers riepen Shell publiekelijk op om "gedetailleerd" te rapporteren over de klimaatrisico's en de strategie van Shell om bij te dragen aan de noodzakelijke energietransitie.⁶

Vennootschappen die 'gelieerd' zijn aan de olie- en gasector, zoals Vopak, Core Laboratories, Fugro en SBM Offshore, besteedden in hun jaarverslag ook aandacht aan de klimaatrisico's en het klimaatakkoord, zij het minder uitgebreid dan Shell. Zo had Vopak in het jaarverslag 2015 een compacte paragraaf opgenomen over 'Risks and opportunities related to sustainability and climate change'. Ook Core Laboratories en Fugro zien zowel risico's als kansen voor haar verdienmodel en strategie. SBM Offshore legt de nadruk op de risico's van maatregelen die verschillende overheden zullen gaan uitvoeren. Andere vennootschappen benadrukken juist de strategische kansen van de klimaatverandering en het klimaatakkoord. Zo verwacht Boskalis meer offshore windmolenparkprojecten en mogelijk ook meer vraag naar kust- en oeververdedigingsprojecten. Arcadis schrijft in haar jaarverslag 2015: "Rising sea levels caused by climate change are an unprecedented challenge for delta areas, in which more than 50% of the world's population lives. This creates demand for our solutions to lower greenhouse gases and carbon footprints; manage water resources; and improve water management and flood protection systems, in both the developed world and emerging economies". Ook vennootschappen als Kendrion en BE Semiconductor Industries schrijven vooral kansen te zien, overigens zonder dit toe te lichten en specifiek te maken.

⁶ http://www.iigcc.org/files/publication-files/Shell_AGM_investor_statement_FINAL_COB_230516.pdf.

Banken en verzekeraars werden door beleggers gevraagd naar risico's van een mogelijke koolstofzeepbel voor de activa van deze financiële instellingen en op welke wijze deze risico's worden gemitigeerd.

Eumedion roept alle beursvennootschappen op om in hun jaarverslag en/of duurzaamheidsrapport 2016 veel gedetailleerder te rapporteren over hun bijdrage aan het reduceren van CO₂-uitstoot en daarmee aan de uitvoering van het klimaatakkoord van Parijs. Ook verwachten de institutionele beleggers van beursvennootschappen dat zij inzicht bieden in de gevolgen van de klimaatverandering en het klimaatakkoord op het lange termijn verdienmodel en de lange termijn strategie.

Bijlage 1: AVA-voorstellen met de meeste tegenstemmen van aandeelhouders (exclusief stemmen uitgebracht door administratiekantoren)

AVA	Onderwerp	Resultaat stemming
Royal Dutch Shell	Wijziging strategie (aandeelhoudersresolutie)	97,2% tegen (agendapunt verworpen)
Tie Kinetix	Emissiemachtiging	88,5% tegen (agendapunt verworpen)
Fugro	Uitsluiting of beperking voorkeursrecht	66,98% tegen
Fugro	Emissiemachtiging	61,83% tegen
Core Laboratories	Statutenwijziging	57,41% tegen (agendapunt verworpen)
Heijmans	Uitsluiting of beperking voorkeursrecht	55,9% tegen
Heijmans	Emissiemachtiging	55,5% tegen
Fugro	Herbenoeming commissaris Noy	44,74% tegen
Fugro	Decharge bestuur	41,81% tegen
Fugro	Decharge RvC	41,81% tegen
AMG	Uitsluiting of beperking voorkeursrecht (tweede 10% tranche)	40,30% tegen
AMG	Uitsluiting of beperking voorkeursrecht (eerste 10% tranche)	39,99% tegen
Brill	Decharge RvC	39,07% tegen
Stern Groep	Inkoopmachtiging	37,9% tegen
Wessanen	Retentiebonus voor CEO	35,42% tegen
IMCD	Uitsluiting of beperking voorkeursrecht	34,08% tegen
BESI	Wijziging bezoldigingsbeleid	31,7% tegen
Beter Bed Holding	Wijziging optieregeling	31,10% tegen
IMCD	Emissiemachtiging	27,65% tegen
Ctac	Emissiemachtiging, inclusief beperking of uitsluiting voorkeursrecht	26,48% tegen
BinckBank	Emissiemachtiging, inclusief beperking of uitsluiting voorkeursrecht	25,43% tegen
Delta Lloyd	Uitsluiting of beperking voorkeursrecht	24,85% tegen
Delta Lloyd	Emissiemachtiging	23,09% tegen
DSM	Uitsluiting of beperking voorkeursrecht	21,35% tegen
Value8	Inkoopmachtiging	20,4% tegen

Bijlage 2: Overzicht vóór de AVA ingetrokken voorstellen

AVA	Onderwerp
Ahold	Toekenning recognition incentive award
Ahold	Verlenging optierecht voor beschermingsstichting
DSM	Vaststelling dividendpercentage voor preferente aandelen
BE Semiconductor Industries	Mogelijkheid om transactiebonussen toe te kennen
Brill	Benoeming nieuwe commissaris