

De laatste jaren hebben aandeelhouders via aanpassingen in de wetgeving en als gevolg van de Nederlandse corporate governance code een aantal nieuwe rechten gekregen. Hun invloed in het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven is toegenomen. Steeds meer aandelen van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (in 2005 ongeveer 75 procent) is in handen van buitenlandse partijen die vooral van Angelsaksische afkomst zijn. Dit artikel gaat in op de huidige en toekomstige effecten van deze combinatie van factoren. Heeft het Nederlandse corporate governance stelsel toekomst?

## DE VERANDERENDE POSITIE VAN DE AANDEELHOUDER

### IMPORT VAN NORMEN EN WAARDEN UIT ANGELSAKSISCHE LANDEN

**Rients Abma**



'De aandeelhouder heeft gewonnen, en nu?', zo kopte het NRC Handelsblad in het Economie-katern van 19 november 2005. Twee dagen eerder werd bekend dat de ondernemingsleiding van VNU het voorgenomen openbaar bod op de aandelen van de Amerikaanse onderneming IMS Health onder druk van de aandeelhouders van VNU introk. Op diezelfde dag publiceerde een groep certificaathouders van CSM een persbericht waarin hun ontevredenheid over de strategie van CSM werd geventileerd. NRC Handelsblad concludeerde dat de mores op de financiële markten fundamenteel zijn veranderd en plaatste bij het artikel een foto van een fragment uit de film 'Wall Street' uit 1987, met als bijschrift dat het motto van de hoofdpersoon, de bikkelharde belegger Gordon Gekko, was: "greed is good". Blijkbaar gaat

deze krant er van uit dat de toegenomen mondigheid van aandeelhouders gelijk staat aan hebzucht bij diezelfde aandeelhouders.

Zijn de mores op de Nederlandse kapitaalmarkt daadwerkelijk zijn veranderd en zo ja, wat zijn hiervan de achtergronden? Om een begin van een antwoord te geven op de vraag die NRC Handelsblad heeft gesteld, zal eerst een overzicht worden gegeven van de veranderingen die zich op wet- en regelgevingsterrein hebben afgespeeld. Dan zullen de veranderingen in de aandeelhoudersstructuur van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen beschreven en geanalyseerd. Daarna wordt bekeken wat het directe effect van de institutionele veranderingen en de veranderingen in de aandeelhoudersstructuur is op de

Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Vervolgens zullen enige toekomstige ontwikkelingen worden geschetst en besloten wordt met de conclusies van dit artikel.

### **Ontwikkelingen in de wet- en regelgeving op het terrein van corporate governance**

De Nederlandse wet- en regelgeving is de laatste jaren aandeelhoudersvriendelijker geworden. Belangrijk hierin was het wetsvoorstel ter aanpassing van de structuurregeling. Dit wetsvoorstel werd op 1 oktober 2004 van kracht<sup>1</sup>. Aandeelhouders van structuurvennootschappen hebben sindsdien de mogelijkheid om de voordracht van de zittende raad van commissarissen voor een nieuwe commissaris te doorbreken, waardoor het tot dan geldende coöptatiestelsel werd doorbroken. Daarnaast heeft de algemene vergadering van aandeelhouders nu de mogelijkheid om de gehele raad van commissarissen naar huis te sturen. Naast deze wijzigingen in de structuurregeling, werd ook een aantal nieuwe rechten 'meegesmokkeld', die voor aandeelhouders van alle beursgenoteerde vennootschappen gelden. Zo moeten belangrijke bestuursbesluiten, zoals grote overnames en het aangaan of afstoten van deelnemingen, aan de algemene vergadering ter goedkeuring worden voorgelegd (artikel 2:107a BW). Daarnaast heeft zij het recht gekregen het bezoldigingsbeleid ten aanzien van het bestuur vast te stellen en aandelen- en optieregelingen voor bestuurders goed te keuren (artikel 2:135 BW). Aandeelhouders en certificaathouders die alleen of gezamenlijk één procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of (certificaten van) aandelen bezitten met een waarde van ten minste 50 miljoen euro

kunnen bij het bestuur van de vennootschap onderwerpen aandragen voor de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders (artikel 2:114a BW). Certificaathouders hebben tot slot de mogelijkheid gekregen om in de algemene vergadering van aandeelhouders zelf te stemmen wanneer zij een stemvolmacht bij het administratiekantoor vragen (artikel 2:118a BW). Het administratiekantoor mag dit 'in oorlogstijd' nog wel weigeren. Oorlogstijd wordt daarbij gedefinieerd als de omstandigheid dat een vijandig bod op de vennootschap wordt voorbereid of is uitgebracht, de algemene vergadering wordt gedomineerd door een grootcertificaathouder (degene die meer dan 25% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt) of wanneer uitoefening van het stemrecht door de certificaathouder wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap.

Een tweede katalysator kwam van de Nederlandse corporate governance code (hierna: de Code Tabaksblat). Deze code werd op 9 december 2003 gepubliceerd en heeft via de zogenoemde 'pas toe of leg uit' regel sinds 31 december 2004 een wettelijke grondslag. Beursgenoteerde vennootschappen zijn sinds die datum wettelijk verplicht in hun jaarverslag aan te geven in hoeverre zij de principes en bepalingen uit de code naleven. Indien de vennootschap bepaalde principes of best practice bepalingen in het verslagjaar niet heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het lopende boekjaar en daaropvolgende boekjaar te doen, moet zij dit in het jaarverslag motiveren<sup>2</sup>. De Code Tabaksblat gaf een verdere impuls aan de rechten van de kapitaalverschaffers. De Code bepaalt bijvoorbeeld dat de drempels voor de algemene vergadering van aandeelhouders om een (bindende) voordracht voor de benoeming van een nieuwe bestuurder of commissaris te doorbreken en om slecht functionerende

\*\*\*\*\*

## **OPVALLEND IS DAT HET BEZIT VAN AANDELEN VAN NEDERLANDSE BEURSGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN IN DE PORTEFEUILLE VAN DE NEDERLANDSE INSTITUTIONELE BELEGGERS TUSSEN 1996 EN 2003 IS GEHALVEERD**

bestuurders en commissarissen te ontslaan, moeten worden verlaagd (codebepaling IV.1.1). Daarnaast dient het reserverings- en dividendbeleid met de aandeelhouders te worden besproken (codebepaling IV.1.4). Voorts zouden certificaathouders onder alle omstandigheden en onbepakt moeten kunnen stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders. Certificering zou, met andere woorden, niet meer als beschermingsconstructie mogen worden gebruikt (codebepaling IV.2.8). De Code Tabaksblat gaat op het punt van certificering dus een stap verder dan het eerder aangehaalde artikel 2:118a BW.

Tot slot zij vermeld dat de Ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam een belangrijke stempel heeft gedrukt op de corporate governance ontwikkelingen in Nederland, voordat de nieuwe wet- en regelgeving van kracht werd. Vooral de uitspraken van de Ondernemingskamer in het kader van een aantal enquêteprocedures waren vernieuwend. De uitspraken in de overnameprocedures Gucci/LVMH, HBG/Boskalis en Rodamco North America/Westfield hebben, ook nadat de Hoge Raad er de scherpste kantjes van had afgeslepen, geleid tot nieuwe gedragsregels met betrekking tot de informatievoorziening van de ondernemingsleiding aan de aandeelhouders, de betrokkenheid en invloed van aandeelhouders bij en op overnames en de inzet en handhaafbaarheid van beschermingsconstructies (voor slechts een bepaalde tijd). De uitspraak van de Ondernemingskamer in de Laurus-zaak heeft de verantwoordelijkheidsstelling van zowel het bestuur als de raad van commissarissen scherper gemaakt. In de zogenoemde Versatel-zaak (december 2005) stond voor het eerst de Code Tabaksblat in een geschil tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding centraal. De Ondernemingskamer oordeelde in deze zaak dat een vennootschap niet in strijd mag handelen met haar eerdere verklaring over de naleving van de code (Groffen, 2006). Raaijmakers (2006) is zelfs van mening dat de Ondernemingskamer in zijn beslissing de Code Tabaksblat kracht van wet heeft gegeven.

Door de wetwijzigingen, de Code Tabaksblat en jurisprudentie van de Ondernemingskamer hebben aandeelhouders een belangrijk aantal nieuwe bevoegdheden gekregen, die een positieve invloed kunnen hebben op de checks-and-balances binnen de beursgenoteerde vennootschappen. Hierna wordt bekeken op welke wijze de aandeelhouders met deze nieuwe rechten zijn omgegaan en wat de uitwerking op het Nederlandse beursgeno-

teerde bedrijfsleven is geweest. Om hier een begin van een antwoord op te geven is het belangrijk om eerst een 'foto' van (de veranderingen in) de aandeelhoudersstructuren van de Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven te nemen.

## **Veranderende aandeelhoudersstructuren**

Het aandeelhoudersbestand van de 25 grootste Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (hierna: de AEX-vennootschappen) is de laatste jaren sterk geïnternationaliseerd. Was in 1995 nog slechts 37 procent van de aandelen van de AEX-vennootschappen in handen van buitenlandse partijen, in 2003 was dit percentage opgelopen tot 69 (tabel 1). Volgens de meldingen in de jaarverslagen over boekjaar 2005 is dit percentage in 2005 verder opgelopen tot ongeveer 75. Opvallend is verder dat het bezit van aandelen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in de portefeuille van de Nederlandse institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, banken en beleggingsinstellingen) tussen 1996 en 2003 is gehalveerd. De invoering van de girale euro op 1 januari 1999 kan als een belangrijke verklarende factor worden genoemd. De invoering van de euro zorgde voor een grotere thuismarkt voor de Nederlandse institutionele beleggers door het wegvallen van het wisselkoersrisico in veel Europese landen (DNB, 2005). De aandelenbelangen in Nederlandse vennootschappen zijn langzamerhand teruggebracht tot ongeveer het belang van de Nederlandse economie in de eurozone. Ook het proces van economische integratie, globalisering en de van oudsher internationale blik van Nederlandse institutionele beleggers spelen een rol (Boer & Croon, 2005)<sup>3</sup>.

Als wordt gekeken naar de geografische verdeling van de buitenlandse houders van Nederlandse aandelen (tabel 2), dan kan worden geconcludeerd dat bijna de helft van de aandelen die worden gehouden door niet-ingezetenen in bezit is van Angelsaksische partijen: beleggers uit (vooral) de Verenigde Staten, op afstand gevolgd door het Verenigd Koninkrijk. Gelet op de jaarverslagen 2005 van een aantal Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, zijn recentelijk vooral beleggers uit het Verenigd Koninkrijk en Ierland in Nederlandse aandelen

	1995	2003
Buitenlandse beleggers	37	69
Nederlandse institutionele beleggers	24	12
Nederlandse niet-financiële ondernemingen	19	-
Nederlandse particulieren	19	11
Nederlandse overheid	-	2
Onbekend	1	6

Bron: Commissie Peters (1997) en FESE (2004)

*Tabel 1: Bezit aan aandelen van AEX-vennootschappen (in procenten)*

Land	Percentage
Verenigde Staten	36,2
Frankrijk	11,7
Verenigd Koninkrijk	11,6
Duitsland	8,5
Luxemburg	6,0
Zwitserland	4,2
Ierland	3,1

Bron: IMF, 2006

*Tabel 2: Geografische verdeling buitenlandse houders Nederlandse aandelen (2004)*

gestapt. Van de AEX-vennootschappen die een geografische verdeling van hun aandelenbezit in het jaarverslag hebben opgenomen (15 vennootschappen in totaal), lag het aandeel van Britse en Ierse beleggers in het totale bezit van Nederlandse aandelen door buitenlandse partijen in 2005 in de buurt van de 28: bijna een verdubbeling van het percentage in 2004. Tegelijkertijd daalde het aandeel van de Verenigde Staten licht naar 34,3 procent. Hieruit kan worden geconcludeerd dat in 2005 bijna de helft van de aandelen van de AEX-vennootschappen in handen was van Amerikaanse, Britse of Ierse partijen<sup>4</sup>.

<b>Brandes Investment Partners</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ahold: 13,7%</li> <li>• AKZO Nobel: 12,7%</li> </ul>
<b>Capital (Group en Research &amp; Management)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• KPN: 24,9%</li> <li>• ASML: 21,6%</li> <li>• Ahold: 9,0%</li> <li>• AKZO Nobel: 5,7%</li> </ul>
<b>Fidelity</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• ASML: 14,6%</li> <li>• ASM International: 12,9%</li> <li>• BE Semiconductor Industries: 9,9%</li> </ul>
Bron: SEC, februari 2006

*Tabel 3: Belangen van een aantal buitenlandse grootaandeelhouders per 1 januari 2006*

Illustratief is dat een aantal Angelsaksische vermogensbeheerders, zoals Brandes Investment Partners, Capital Group en Fidelity, grote belangen hebben in een aantal grote Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (tabel 3). Uit het register van de Amerikaanse beurstoezichthouder Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>5</sup> betreffende de meldingen van zeggenschapsbelangen in Nederlandse vennootschappen met (ook) een beursnotering in de Verenigde Staten valt op dat zij deze belangen vooral vanaf 2003 hebben opgebouwd.

Wanneer de aandeelhoudersstructuur van de gemiddelde Nederlandse beursgenoteerde vennootschap wordt vergeleken met die van vennootschappen in een aantal andere lidstaten van de Europese Unie, dan valt op dat de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen relatief het grootste aantal buitenlandse aandeelhouders kent. De aandelen van Britse vennootschappen is nog voor de meerderheid in handen van Britse



voorafgaande goedkeuring van de aandeelhouders, beschermingspreferente aandelen mogen plaatsnemen bij een bevriende stichting. Het belangrijkste stemadviesbureau van internationale institutionele beleggers, het Amerikaanse bureau Institutional Shareholder Services, geeft dan ook standaard een negatief stemadvies bij het agendapunt om het bestuur te machtigen een dusdanig aantal beschermingspreferente aandelen uit te geven dat deze aandelen het aantal gewone aandelen neutraliseert na uitgifte. Het instrument van certificering als beschermingsconstructie wordt al helemaal niet begrepen en geaccepteerd door buitenlandse aandeelhouders. Het resultaat is dat door het bestuur gevraagde machtigingen om beschermingspreferente aandelen bij een stichting te plaatsen soms worden tegengehouden, zoals KPN, Stork en OPG in de algemene vergaderingen van aandeelhouders 2006 overkwam<sup>6</sup>. Daarnaast is de trend om certificering van aandelen op te heffen (zoals recentelijk Wolters Kluwer, Wessanen en Numico hebben gedaan) dan wel certificering van haar beschermingskarakter te ontdoen (zoals Heijmans, KAS Bank en Van Lanschot dat in 2006 hebben gedaan en eerder ING, Vedioir en Unilever dat al deden). Zeker nu de overnamerichtlijn verplicht stelt jaarlijks in het jaarverslag een toelichtend verslag over de bestaande en potentieel inzetbare beschermingsconstructies op te nemen<sup>7</sup>, zal ook in de komende jaren de handhaafbaarheid van de juridische beschermingsconstructies onder druk blijven staan.

### Lage participatiegraad van aandeelhouders

Een tweede ontwikkeling, hieraan gerelateerd, is dat vennootschappen kwetsbaar worden voor besluitvorming door toevallige meerderheden op de aandeelhoudersvergadering, wanneer de deelname van de aandeelhouders aan de besluitvorming op de algemene vergadering van aandeelhouders laag is.

Uit tabel 5 blijkt dat de participatiegraad van aandeelhouders op de Nederlandse algemene vergaderingen gering is, ook in vergelijking met andere landen. Op de algemene vergadering van aandeelhouders van de AEX-vennootschappen werd in 2005 gemiddeld slechts 34 procent van het totaal aantal stemmen uitgebracht (administratiekantoren bij gecertificeerde vennoot-

Land	Percentage (2005)
Nederland	34
Duitsland	46
Australië	50
Frankrijk	58
Verenigd Koninkrijk	60
Verenigde Staten	85

Bron: De Jong, Mertens en Roosenboom (2005) en Global Proxy Watch (verschillende edities).

*Tabel 5: Aantal uitgebrachte stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders*

schappen niet meegerekend). Dit percentage is in het aandeelhoudersvergaderingseizoen 2006, op basis van de opkomstcijfers van aandeelhouders op de algemene vergaderingen van 19 AEX-vennootschappen, licht opgelopen tot bijna 39 procent, maar blijft relatief laag. Dit lage percentage kan duiden op ofwel desinteresse bij (buitenlandse) aandeelhouders of op de moeilijkheid om een stem op Nederlandse aandeelhoudersvergaderingen te kunnen uitbrengen. Beide factoren spelen waarschijnlijk een rol. Aandeelhouders, ook buitenlandse, brengen wel degelijk in groten getale hun stem uit wanneer er dusdanige kwesties op de agenda staan of worden gebracht<sup>8</sup> die de toekomst van de vennootschap bepalen, zoals in de vergaderingen van aandeelhouders 2006 bij Stork, ASMI en Euronext<sup>9</sup>. De opkomst lag bij deze aandeelhoudersvergaderingen op een veel hoger niveau dan in 2005. Aandeelhouders hechten blijkbaar minder belang aan het uitbrengen van hun stem, wanneer het bij hun vennootschap goed gaat of er geen bijzondere zaken spelen<sup>10</sup>. Toch kan dit niet helemaal het lage aantal uitgebrachte stemmen verklaren, zeker wanneer het Nederlandse percentage wordt vergeleken met andere landen. Het lage percentage heeft ook te maken met de eis die sommige vennootschappen nog stellen om de aandelen enige dagen voor de algemene vergadering in bewaring te geven bij een depot om te kunnen stemmen op de algemene vergadering. Institutionele beleggers verliezen daarmee de vrijheid om te handelen, hetgeen zij niet wenselijk vinden. De meeste AEX-ven-

nootschappen hebben de laatste jaren de eis tot blokkering van aandelen door een zogenoemde registratiedatum vervangen. Diegenen die op een bepaalde datum voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering aandeelhouder zijn, behouden hun stemrecht, ongeacht of ze op de datum van de algemene vergadering aandeelhouder zijn. De uiterste dag van registratie mag volgens de Nederlandse wetgeving (artikel 2:119 BW) niet vroeger worden gesteld dan op de zevende dag voor de dag waarop de algemene vergadering van aandeelhouders plaats vindt. In de praktijk heeft deze bepaling de stemproblemen nog niet opgelost. Met name buitenlandse banken zijn thans niet goed in staat om hun processen van verwerking en verificatie af te ronden binnen (ten hoogste) zeven dagen voor de algemene vergadering van aandeelhouders. Het gevolg daarvan is dat geen gebruik wordt gemaakt van de registratiedatum en de buitenlandse banken vasthouden aan het traditionele blokkeren van aandelen, met – uit beleggersoptiek – alle nadelen van dien. Buitenlandse beleggers die hun aandelen vanzelfsprekend vooral bij buitenlandse banken in bewaring hebben gegeven, ervaren daarom negatieve prikkels om hun stem uit te brengen op de Nederlandse aandeelhoudersvergaderingen. Pas na inwerkingtreding van het wetsvoorstel dat (onder meer) bepaalt dat de registratiedatum kan worden vervroegd tot (maximaal) dertig dagen voor aanvang van de aandeelhoudersvergadering (Kamerstukken 30 019) is de verwachting gerechtvaardigd dat ook in normale omstandigheden meer buitenlandse aandeelhouders hun stem uitbrengen. Van de zijde van de beursgenoteerde vennootschappen wordt dan wel verwacht dat zij het stemmen op afstand of het elektronisch stemmen faciliteren en stimuleren. Tot slot speelt mee dat nog steeds een groot aantal beursgenoteerde vennootschappen pas relatief kort voor de algemene vergadering van aandeelhouders de agenda en de achterliggende stukken publiceren. Soms wordt de wettelijke minimumtermijn van vijftien dagen voor de vergaderdatum gehanteerd. Een dergelijke tijdspanne is voor institutionele

beleggers in zijn algemeenheid te kort om een goed onderbouwde analyse te kunnen maken van het jaarverslag, de jaarrekening en de (toelichting op de) agenda van de algemene vergadering. Dit klemmt te meer wanneer in aanmerking wordt genomen dat in de praktijk de meeste aandeelhoudersvergaderingen geconcentreerd zijn in een relatief korte periode (april – mei)<sup>11</sup>.

### **Dialogo tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding**

Tot slot is een trend zichtbaar dat in de aanloop naar de formele besluitvorming op de algemene vergadering van aandeelhouders beursgenoteerde vennootschappen de dialoog met (groot)aandeelhouders zoeken en vice versa. Nu de algemene vergadering van aandeelhouders zeggenschap heeft gekregen over onder andere belangrijke overnames en het bezoldigingsbeleid, peilen sommige beursgenoteerde vennootschappen de gevoelens bij een aantal belangrijke aandeelhouders over dergelijke besluiten. Ook komt het voor dat aandeelhouders zelf het initiatief nemen om hun mening kenbaar te maken<sup>12</sup>. Een goede, inhoudelijke discussie over de toekomst van de vennootschap is in een zaal met soms 400 personen ook een illusie. De opkomst van dergelijke contacten tussen een aantal aandeelhouders en de ondernemingsleiding bergt wel enige gevaren in zich. Zo zullen beursgenoteerde vennootschappen er voor moeten waken geen koersgevoelige informatie over tafel te laten gaan, aangezien de betreffende aandeelhouders anders met handelsrestricties te maken krijgen<sup>13</sup>. Voorts kunnen aandeelhouders worden geconfronteerd met een meldingsplicht van hun gezamenlijke aandelenpakket, wanneer zij een 'duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake de uitoefening van het stemrecht' voeren<sup>14</sup>. Daarnaast kunnen zij in de nabije toekomst in aanraking met de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod, wanneer zij samenwerken 'op grond van een overeenkomst met als doel het

\*\*\*\*\*

## **AANDEELHOUDERS IN NEDERLANDSE BEURSGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN HEBBEN MEER ZEGGENSCHAP GEKREGEN**

# DE CODE TABAKSBLAT GAF EEN VERDERE IMPULS AAN DE RECHTEN VAN DE KAPITAALVERSCHAFFERS



verwerven van overwegende zeggenschap (30 procent van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders) in een naamloze vennootschap of het dwarsbomen van het welzagen van een aangekondigd openbaar bod<sup>15</sup>. Deze grijze gebieden zullen de komende tijd nader moeten worden ingekleurd.

## Toekomstige ontwikkelingen

Het toegenomen aandelenbezit van met name Angelsaksische beleggers heeft ook voor de wat langere termijn gevolgen. Ten eerste zal het traditionele Nederlandse dualistische bestuursmodel met een raad van commissarissen die toezicht houdt op de een raad van bestuur onder druk komen te staan. In de Angelsaksische landen kennen vennootschappen een zogenoemd monistisch of one-tier bestuursmodel, waarbij van het bestuur zowel bestuurders deel uitmaken die zijn belast met de dagelijkse gang van zaken als bestuurders die daarmee niet zijn belast. Het is de verwachting dat vooral Britse beleggers, in navolging van wat zij bij Shell hebben gedaan, zullen aandringen op een monistisch model bij Nederlandse vennootschappen. Het Ministerie van Justitie heeft reeds een wetsvoorstel in voorbereiding om de invoering van het monistisch bestuursstelsel te faciliteren. Volgens de Minister van Justitie bestaat er in de praktijk 'behoefte aan verduidelijking van de verantwoordelijkheid en mogelijke aansprakelijkheid van de niet-uitvoerende bestuurders (wier taak vooral toezichthoudend is) wanneer bestuur en toezicht in een orgaan zijn geconcentreerd' (Kamerstukken II 2005/06, 29 752, nr. 4). Wanneer dit wetsvoorstel tot wet is verheven, zullen naar verwachting Nederlandse meerdere beursgenoteerde vennootschappen kiezen voor het monistische bestuursmodel<sup>16</sup>.

Een tweede ontwikkeling is dat met het wegvallen van juridische beschermingswallen, vennootschappen nog meer dan vroeger de prikkel zullen hebben om hun aandeelhoudersbasis te

stabiliseren. Dit vergt aan de ene kant een verbeterde communicatiestrategie met de financiële markten, teneinde bij aandeelhouders geloofwaardigheid en reputatie op te bouwen. Voorspelbaarheid in het opereren en het waarmaken van de afgesproken strategie zijn daarbij belangrijke ingrediënten. Ook de communicatieve vaardigheden en het charisma van zowel de voorzitter van de raad van bestuur als van de raad van commissarissen zullen een zwaardere rol gaan spelen. Aan de andere kant zullen er wellicht initiatieven ontstaan om het lange termijn *commitment* tussen aandeelhouders en vennootschap te stimuleren. Zo heeft de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (Pieterse, 2006) het voorstel gelanceerd om meervoudig stemrecht toe te kennen aan trouwe aandeelhouders en heeft het pensioenfonds ABP (Munsters c.s., 2006) voorgesteld aandeelhouders die zich voor langere tijd aan de vennootschap binden extra rendement te geven, bijvoorbeeld in de vorm van extra dividend. De komende tijd zal moeten blijken of beursgenoteerde vennootschappen dergelijke voorstellen zullen concretiseren. De invoering van het verplichte bod in Nederland zal reeds voor de nodige rust zorgen dat geen sluipende overname van een concurrent meer dreigt en dat grootaandeelhouders niet te opzichtig meer kunnen samenwerken, aangezien zij (wanneer zij 30 procent van de stemrechten vertegenwoordigen) zich anders voor de verplichting zien gesteld een openbaar overnamebod uit te brengen. Tot slot zal de algemene vergadering van aandeelhouders de functie als plaats van overleg en discussie verder in het gedrang komen. Met het toegenomen buitenlandse aandelenbezit zal het stemmen op afstand verder aan belang winnen, aangezien het voor buitenlandse aandeelhouders fysiek onmogelijk is om bij alle algemene vergaderingen aanwezig te zijn. Overleg en discussie zullen meer en meer naar de voorfase verschuiven. Dit vergt vanuit de vennootschap een continue informatiestroom en het in een zeer vroege fase kenbaar maken van de agenda en de voorstellen waarover op de algemene vergadering van aandeelhouders een besluit dient te vallen. De algemene vergadering wordt daarom het eind-



station van de discussie en overleg tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding in plaats van het forum waar de discussie zich afspeelt. Slechts over zaken die in de voorfase nog niet tot een afronding hebben kunnen komen of waarover verdeeldheid bestaat tussen de belangrijkste aandeelhouders en de ondernemingsleiding zullen in de fysieke algemene vergadering nog representatief bediscussieerd worden. In normale omstandigheden zal de algemene vergadering de functie hebben van natuurlijk stemmoment om tot definitieve besluitvorming te komen.

## Conclusie

De conclusie kan worden getrokken dat aandeelhouders in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen meer zeggenschap hebben gekregen en de aandeelhouders de nieuwe zeggenschapsrechten ook daadwerkelijk gebruiken. De aandelen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zijn voor het overgrote deel in handen van buitenlandse partijen die grotendeels afkomstig zijn uit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. De combinatie van meer zeggenschapsrechten die worden uitgeoefend door buitenlandse aandeelhouders leidt er toe dat ook de praktijken en normen en waarden uit deze Angelsaksische landen worden geïmporteerd in het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven. Convergentie van corporate governance praktijken zullen derhalve niet door wetgeving van bovenaf tot stand komen, maar van onderop, via aandeelhoudersinvloed. En die convergentie zal vooral op Angelsaksische leest zijn geschoeid.

## Over de auteurs

Drs. Rients Abma is directeur van Eumedion, de belangenorganisatie van institutionele beleggers op het terrein van corporate governance.

## Noten

1. Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling, Stb. 2004, 370.
2. Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, Stb. 2004, 747.
3. Hierbij dient overigens wel de opmerking te worden gemaakt dat de laatste

jaren steeds meer vermogen van Nederlandse institutionele beleggers is ondergebracht bij buitenlandse vermogensbeheerders, terwijl dit voordien nog “in house” werd belegd. Dit betekent dat in vergelijking met de cijfers van tabel 1 mogelijk een groter deel van de aandelen van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in economische zin nog in handen van Nederlandse partijen is.

4. Britse en Amerikaanse beleggers maken voor ongeveer 62 procent deel uit van het totaal aantal Nederlandse aandelen in handen van buitenlandse beleggers. Buitenlandse beleggers hielden in 2005 ongeveer 75 procent van de Nederlandse aandelen. Dit betekent dat van het totaal aantal Nederlandse aandelen ongeveer 47 procent in handen is van Britse en Amerikaanse beleggers.
5. Grootaandeelhouders (aandeelhouders die meer dan 5 procent van de aandelen in handen hebben) dienen op grond van Amerikaanse regels eens per jaar een actuele melding te doen van hun aandelenpakketten in vennootschappen die zijn genoteerd in de Verenigde Staten. Het meldingsregister van de SEC is hierdoor “schoner” dan dat van de Autoriteit Financiële Markten, waar grootaandeelhouders alleen bij over- en onderschrijdingen van bepaalde drempels hoeven te melden. In de Verenigde Staten dient bovendien op “moderniveau” van beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders te worden gemeld. In Nederland dient dit op “fondsniveau” te gebeuren, zodat een vermogensbeheerder via verschillende fondsen toch een groot pakket aandelen van een vennootschap kan bezitten zonder een melding te hoeven doen. Het wetsvoorstel tot aanpassing van de Wet melding zeggenschap (Kamerstukken 28 985) zal binnenkort voor meer transparantie zorgen.
6. De stichtingen continuïteit hebben echter nog wel een calloptie om beschermingspreferente aandelen te nemen op het moment dat de vennootschap onderwerp is van een vijandige overname.
7. Besluit ter uitvoering van artikel 10 van Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (Kamerstukken II 2005/06, 30 300 VI, nr. 116).
8. Aandeelhouders van bijvoorbeeld ASMI en Euronext hebben in 2006 bijvoorbeeld actief gebruik gemaakt van het (nieuwe) recht om onderwerpen voor de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders aan te dragen.
9. Bij Stork werd uitgebreid gediscussieerd over de voor- en nadelen van de zelfstandigheid van de vennootschap. Het aantal uitgebrachte stemmen bedroeg bijna 38%, een bijna verviervoudiging in vergelijking met het opkomstpercentage in 2005 (10,3 procent). Bij ASMI stond de strategie van

de vennootschap centraal. Het aantal uitgebrachte stemmen steeg van 25,6 procent in 2005 naar 48 procent in 2006. Bij Euronext werd gediscussieerd over voorgenomen biedingen op de vennootschap door Deutsche Börse en de New York Stock Exchange. De opkomst bedroeg maar liefst 73,1 procent.

10. Een voorbeeld hiervan is Wessanen. Tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders van 2005 werd gediscussieerd over het opheffen van certificering. De opkomst bedroeg 38,6 procent (het administratiekantoor niet meegerekend). Tijdens de algemene vergadering van 2006 stonden geen “spannende” zaken geagendeerd. Het aantal uitgebrachte stemmen bedroeg slechts 20,7 procent (het administratiekantoor niet meegerekend).
11. Eumedion heeft in haar zogenoemde speerpuntenbrief 2006 aangegeven dat de vergaderstukken minimaal 28 kalenderdagen voor aanvang van de algemene vergadering van aandeelhouders op de website van de vennootschap wordt geplaatst. Van de AEX-vennootschappen gaf in het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006 64 procent gehoor aan deze oproep. Bij de middelgrote beursgenoteerde vennootschappen (de zogenoemde Midcapfondsen) lag dit percentage op 42 en bij de overige, kleinere beursgenoteerde vennootschappen onder de 10.
12. Het voorgenomen overnamebod op IMS Health door VNU is op deze manier nooit ter goedkeuring voorgelegd aan de algemene vergadering van aandeelhouders, aangezien in de aanloop van deze vergadering reeds duidelijk was dat een meerderheid het bod zou verwerpen.
13. Bij twijfel kunnen ook aandeelhouders zelf een persbericht publiceren dat met de ondernemingsleiding is gesproken over bepaalde onderwerpen. Zo gaf een aantal aandeelhouders eind 2005 een persbericht uit nadat deze groep met de ondernemingsleiding van CSM had gesproken over de strategie van deze vennootschap.
14. Artikel 4, lid 3, van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen. Zo beschuldigde VNU in het proces van het overnamebod door Valcon Aquisition haar aandeelhouders Fidelity en Templeton van “acting in concert” zonder een zeggenschapsmelding te hebben gedaan (Financieele Dagblad, 2006).
15. Ontwerpartikel 6a van het wetsvoorstel ter implementatie van de overnamerichtlijn (kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 2).
16. Tenzij een vennootschap verplicht is de structuurregeling toe te passen. De structuurregeling verplicht een vennootschap tot het instellen van een dualistisch bestuursmodel. Momenteel zijn nog slechts drie AEX-vennootschappen onderworpen aan de verplichte toepassing van de structuurregeling (ASML, KPN en TNT).

## Literatuur

- ★ Boer & Croon, 2005, *De internationalisatie van Nederlands grootste beursfondsen*, Boer & Croon Strategy and Management Group, juni 2005.
- ★ Commissie Peters, 1997, *Corporate Governance in Nederland; De Veertig Aanbevelingen*, Amsterdam, 25 juni 1997.
- ★ De Nederlandsche Bank, 2005, ‘Grensoverschrijdend effectenbezit in tien jaar tijd verdubbeld’, *Statistisch Bulletin*, juni 2005, pp. 33-37.
- ★ Federation of European Securities Exchanges, 2004, *Share Ownership Structure in Europe 2004*, Brussel.
- ★ Financieele Dagblad, 2006, ‘VNU klaagt aandeelhouders aan bij AFM’, 19 april 2006.
- ★ Groffen, C.J., 2006, ‘Naleving Nederlandse corporate governance code afdwingbaar?’, *Vennootschap & Onderneming*, 2006 (2), pp. 33-35.
- ★ Internationaal Monetair Fonds, 2006, *Coordinated Portfolio Investment Survey 2004*, maart 2006.
- ★ Jong, A. de, G. Mertens en P. Roosenboom, 2005, ‘Activiteiten van Aandeelhouders 2005’, Onderzoek in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.
- ★ Munsters, R., R. Maatman en G. Raaijmakers, 2006, ‘Geen Amerikaanse governance-toestanden’, *Het Financieele Dagblad*, 1 maart 2006.
- ★ Pieterse, R., 2006, ‘Evenwicht van bedrijven verstoord’, *Het Financieele Dagblad*, 21 februari 2006.
- ★ Raaijmakers, M.J.G.C., 2006, ‘Versatel: werkt Code Tabaksblat nog na gestanddoening openbaar bod?’, *Ars Aequi*, 55 (2006) 3, pp. 198-207.