



**Monitoring rapportage 2013**  
**betreffende de toepassing van**  
**Eumedion Best Practices**  
**Betrokken Aandeelhouderschap**

17 december 2013

## 1. Samenvatting en conclusie

In 2011 heeft Eumedion voor haar deelnemers tien best practices voor betrokken aandeelhouderschap opgesteld om “verantwoord en betrokken aandeelhouderschap” bij Nederlandse beursvennootschappen te bevorderen. In 2013 zijn de tien best practices voor de tweede keer geëvalueerd. Uit de monitoring van de websites, de jaarverslagen over het boekjaar 2012 en beleidsdocumenten van de deelnemers kan worden vastgesteld dat het concept ‘verantwoord en betrokken aandeelhouderschap’ steeds beter is ingeburgerd. Op drie na (95%) rapporteren alle deelnemers, of zij nu groot of klein zijn, ‘asset owner’ of ‘asset manager’ zijn, in hun jaarverslag en/of op hun website op zijn minst over hun activiteiten ten aanzien van het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen. 82% van de deelnemers heeft naast een stembeleid ook een engagementbeleid en rapporteert daar ook over.

Nog niet altijd leidt naleving van de Eumedion best practices tot een statement hierover, zoals wel wordt verwacht. Slechts 23 deelnemers (41%) hebben een verklaring op hun website en/of in hun jaarverslag opgenomen waarin wordt aangegeven in hoeverre de best practices worden nageleefd. Dit aantal is niet stijgende. Blijkbaar hebben nog niet alle deelnemers scherp op het netvlies dat van hen verwacht wordt dat zij bij de bespreking van de activiteiten op het terrein van verantwoord en betrokken aandeelhouderschap een referentie maken naar de Eumedion best practices. De zichtbaarheid van de best practices moet derhalve nog worden vergroot.

Van de deelnemers die rapporteren over de naleving van de best practices, onderschrijft vrijwel iedereen alle best practices. Dat is in sommige gevallen opmerkelijk, omdat bij deelnemers niet altijd de in de individuele best practices gevraagde transparantie wordt weergegeven. Het ware beter als een apart document wordt opgesteld waarbij per best practice is aangegeven op welke wijze de best practice is toegepast en nageleefd, met daarin een link naar bijvoorbeeld het corporate governance- en engagementbeleid, de kwartaalrapportages hierover en het stemgedrag. Vier deelnemers doen dit al. De deelnemers die geen referentie maken naar de Eumedion best practices, handelen vaak wel conform de (meeste) best practices.

De best nageleefde best practice is de zesde, dat van Eumedion-deelnemers vraagt een duidelijk stembeleid uit te voeren en dit openbaar te maken. 84% voldoet hieraan, Op de tweede plaats staat best practice 2, die stelt dat alle Eumedion-deelnemers een duidelijk beleid hebben met betrekking tot de uitoefening van de aandeelhoudersrechten. Van de deelnemers voldoet 82% hieraan. Daarbij kan er wel discussie zijn of het gerapporteerde beleid duidelijk genoeg is. Als derde wordt best practice 4 het beste nageleefd, ook met 82%. Deze best practice stelt dat in voorkomende gevallen Eumedion-deelnemers bereidheid tonen om gezamenlijk met andere deelnemers op te trekken.

Uit de monitoring blijkt dat de best practice over de identificatie van potentiële tegenstrijdig belangsituaties veruit het slechtst wordt nageleefd. Wel is op deze best practice ten aanzien van vorig jaar de grootste vooruitgang geboekt. Opmerkelijk is dat alle buitenlandse deelnemers deze best practice goed naleven. De best practice over de publicatie van het stemgedrag wordt nog steeds erg verschillend toegepast. Ruim de helft van de deelnemers maakt per vennootschap en per individueel agendapunt het stemgedrag openbaar, waarbij sommigen ook nog eventuele tegenstemmen motiveren. Een vijfde van de deelnemers maakt alleen een geaggregeerd stemoverzicht openbaar en nog een vijfde maakt het stemgedrag helemaal niet openbaar. Ook op het terrein van de openbaarmaking van het stembeleid en/of stemgedragrichtlijnen valt bij een aantal deelnemers nog een slag te maken.

De Eumedion best practices zijn geïnspireerd door de Britse Stewardship Code. Deze code is in 2012 geamendeerd om o.a. meer transparantie te krijgen over mogelijke tegenstrijdige belangen en over het gebruik van stemadviesbureaus. Gelet op het nog lage percentage van deelnemers dat expliciet rapporteert over de Eumedion best practices, lijkt het momenteel niet in de rede te liggen om nu al het voorbeeld van het Verenigd Koninkrijk te volgen en met amenderingsvoorstellen te komen. Daarvoor dienen de best practices eerst beter te zijn 'ingeburgerd' bij de Eumedion-deelnemers.

*Concluderend:*

- Ten opzichte van 2012 is maar beperkt vooruitgang geboekt wat betreft rapportage over naleving van Eumedion best practices. Wel werd het deelnemerschap aan Eumedion vaker benoemd, van 76% in 2012 naar 82% in 2013. Het benoemen van de Eumedion best practices bleef nagenoeg gelijk, 41% doet dat.
- Het concept van verantwoord en betrokken aandeelhouderschap is goed ingeburgerd bij Eumedion-deelnemers: 95% stemt op aandeelhoudersvergaderingen en 82% voert daarenboven ook dialogen ('engagement') met beursvennootschappen.
- De rapportages worden echter nog niet altijd afgesloten met een statement over de naleving van de Eumedion best practices: dit doet nog 'slechts' 41% van de deelnemers. De deelnemers moeten derhalve nog beter bewust worden gemaakt van het bestaan van de best practices en het belang hierover te rapporteren
- De deelnemers die expliciet over de naleving van de best practices rapporteren doen dit veelal in algemene termen. Eumedion vindt het echter 'best practice' om een apart document op te stellen en op de website te publiceren, waarbij per Eumedion best practice wordt aangegeven op welke wijze de best practice is toegepast, met daarin verwijzingen naar bijvoorbeeld het corporate governance en engagementbeleid, de (kwartaal)rapportages hierover en het stemgedrag. Een aantal deelnemers doet dit al.

- De best practice over potentiële tegenstrijdigbelangsituaties wordt *overall* gezien het slechtst nageleefd. Een aantal deelnemers zegt beleid te hebben, maar maakt dit nog niet openbaar. Het is wenselijk dat deelnemers meer transparantie betrachten over de procedures die worden gevolgd in het geval zich een (potentieel) tegenstrijdig belang bij het uitoefenen van het stemrecht of bij engagementactiviteiten voordoet.
- De best practice over de publicatie van het stemgedrag wordt verschillend toegepast. Eumedion vindt dat het 'best practice' is om per stempunt aan te geven of vóór of tegen is gestemd, dan wel men zich van stemming heeft onthouden en dat als één van de laatste twee opties zich heeft voorgedaan, om de redenen hiervoor kort weer te geven.

## 2. Inleiding en verantwoording

Het Algemeen bestuur van Eumedion heeft op 30 juni 2011 de 'Best Practices voor Betrokken Aandeelhouderschap' vastgesteld. De best practices zijn bedoeld om Eumedion-deelnemers handvatten te bieden om invulling te geven aan betrokken aandeelhouderschap. De best practices hebben betrekking op het volgen van de Nederlandse beursvennootschappen waarin wordt belegd, het aangaan van een dialoog met deze vennootschappen en het uitoefenen van het stemrecht in aandeelhoudersvergaderingen (AVA's). De best practices zijn op 1 januari 2012 in werking getreden. Bij de best practices geldt de 'pas toe of leg uit'-regel: van Eumedion-deelnemers wordt verwacht dat zij vanaf boekjaar 2012 publiekelijk aangeven in hoeverre zij de best practices toepassen en zo niet, waarom niet. Nederlandse beursvennootschappen en de cliënten en deelnemers van de institutionele beleggers die bij Eumedion zijn aangesloten kunnen zo op een transparante manier zien op welke wijze invulling wordt gegeven aan betrokken en verantwoord aandeelhouderschap. Concreet wordt van de deelnemers verwacht dat zij de volgende punten op de website of in het jaarverslag opnemen<sup>1</sup>:

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

In de preambule van de best practices is opgenomen dat het bureau van Eumedion jaarlijks de naleving door de Eumedion-deelnemers van de best practices zal monitoren onder andere aan de hand van de gevraagde publieke rapportages over de toepassing van de best practices. In de preambule wordt ook aangekondigd dat van de resultaten verslag zal worden gedaan aan het Algemeen Bestuur van Eumedion en dat Eumedion-deelnemers elk jaar een voortgangsrapportage zullen ontvangen, met daarin ook voorbeelden van 'best practices'. Een samenvatting van het monitoring rapport zal publiek worden gemaakt.

Ten behoeve van de monitoring of de deelnemers verslag hadden gedaan van de hiervoor genoemde punten heeft het Eumedion-secretariaat eind 2013 alle websites van de deelnemers bestudeerd, alsmede alle jaarverslagen van de deelnemers. Ook werd soms aan individuele deelnemers vragen gesteld over bepaalde documenten. Dit heeft in een aantal gevallen geleid tot een aanpassing of uitbreiding van de rapportage. Deze aanpassingen en/of uitbreidingen zijn in deze rapportage meegenomen.

In totaal zijn de websites en jaarverslagen van 56 institutionele beleggers bestudeerd.

---

<sup>1</sup> Zie paragraaf 1.3 van de preambule van de best practices.

### **3. Bevindingen toepassing best practices**

#### **3.1 Vrijwel alle deelnemers rapporteren over betrokken aandeelhouderschap**

Het concept betrokken aandeelhouderschap blijkt goed te zijn ingeburgerd bij de deelnemers van Eumedion. Op drie na (95%) rapporteren alle deelnemers in hun jaarverslag en/of op hun website op zijn minst over hun activiteiten ten aanzien van het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen. Van één van de niet-rapporterende deelnemers is (mede op grond van persberichten van beursvennootschappen) bekend dat hij zich als betrokken, lange termijn aandeelhouder opstelt. Een andere niet-rapporterende deelnemer stelt dat hij geen eigen stembeleid voor het stemmen in aandeelhoudersvergaderingen heeft “en is vooralsnog niet van plan er een te ontwikkelen”. De derde betreffende deelnemer heeft helder gemaakt geen actief stembeleid en geen engagementbeleid te voeren met bedrijven waarin zijn vermogensbeheerders beleggen.

46 deelnemers (82%) rapporteren niet alleen over de stemactiviteiten, maar ook over hun engagementactiviteiten met individuele beursvennootschappen.

#### **3.2 Uitsluitend beleggen in beleggingsfondsen: best practices niet van toepassing**

In paragraaf 1.5 van de preambule is de situatie beschreven dat de best practices voor een deelnemer niet van toepassing zijn wanneer de deelnemer uitsluitend in (institutionele) beleggingsfondsen en dus niet rechtstreeks in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen belegt. Als gevolg hiervan kan de betreffende deelnemer niet zelf het stemrecht op deze aandelen uitoefenen. Volgens de preambule wordt de betreffende deelnemer geacht de best practices na te leven wanneer de beheerder van de (institutionele) beleggingsfondsen de best practices toepast dan wel andere (buitenlandse) codes of richtlijnen met een vergelijkbare doelstelling.

In totaal verkeren drie deelnemers (5%) in een dergelijke situatie. Twee deelnemers schrijven dat de beheerders mede worden beoordeeld op de wijze waarop zij omgaan met ‘ESG-principes’ dan wel welk stembeleid zij hanteren. De ene deelnemer maakt de namen openbaar van de betreffende beheerders; de andere echter niet. Eén deelnemer is een volle dochtermaatschappij van een andere Eumedion-deelnemer die een statement over de naleving van de best practices op de website heeft opgenomen. De betreffende deelnemer leeft de best practices dan ook op indirecte wijze na.

### **3.3 Betrokken aandeelhouderschap via de vermogensbeheerder(s)**

In de preambule van de Eumedion best practices wordt erkend dat sommige deelnemers niet over de personele bezetting beschikken om direct betrokken te raken bij een dialoog en andere engagementactiviteiten met beursvennootschappen<sup>2</sup>. Om toch betrokken aandeelhouder te zijn kan het stem- en engagementbeleid bijvoorbeeld zijn overgedragen aan een externe vermogensbeheerder of pensioenuitvoerder die (een deel van) het vermogen van de betreffende deelnemer beheert. Daarnaast kunnen gespecialiseerde dienstverleners op het terrein van stemuitoefening en/of engagement worden ingehuurd om namens en op instructie van de betreffende deelnemer te stemmen en/of de dialoog met vennootschappen aan te gaan.

Uit de rapportages van de deelnemers blijkt dat 16 deelnemers (29%) het betrokken aandeelhouderschap via de vermogensbeheerder(s) of pensioenuitvoerder laten lopen. Om te beoordelen of deze vermogensbeheerders de Eumedion best practices toepassen is het van belang om de namen van deze vermogensbeheerders te weten. Op één na maken alle deelnemers de namen van de vermogensbeheerder(s) of pensioenuitvoerder bekend. 17 deelnemers (30%) maken openbaar gebruik te maken van gespecialiseerde dienstverleners (zoals Hermes, het Governance Platform, F&C, Governance for Owners en Robeco) om te stemmen op aandeelhoudersvergaderingen en/of om de dialoog met de beursvennootschappen aan te gaan. Twee deelnemers (4%) geven aan het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen van Nederlandse beursvennootschappen te hebben uitbesteed aan een stemadviesbureau. Eén deelnemer merkt daarbij op dat de deelnemer eindverantwoordelijk blijft voor het stemgedrag en geeft daarbij ook aan dat als de directie het nodig vindt, zij zal afwijken van het beleid en het stemadvies van het betreffende stemadviesbureau. Eén deelnemer merkt echter op dat hij zich aansluit bij “vrijwel” alle genoemde richtlijnen van het betreffende stemadviesbureau. Ook merkt deze deelnemer op dat bij het betreffende stemadviesbureau “ook andere pensioenfondsen [zijn] aangesloten: samen staan we sterker”. 6 deelnemers (11%) stellen dat zij stemmen op Nederlandse aandeelhoudersvergaderingen via het verlenen van een volmacht aan een deelnemer van Eumedion. Bij één daarvan is dat opmerkelijk, omdat deze deelnemer in de praktijk, voor zover bekend, nog nooit stemvolmachten aan een Eumedion-deelnemer heeft gegeven. Tot slot blijkt uit de monitoring dat één deelnemer een stemovereenkomst heeft gesloten met een andere deelnemer van Eumedion.

### **3.4 Het volgen van alternatieve richtlijnen of codes**

In paragraaf 1.6 van de preambule wordt opgemerkt dat sommige (buitenlandse) deelnemers op grond van nationale wetgeving een specifieke gedragscode moeten toepassen of volgen, dan wel kunnen

---

<sup>2</sup> Zie paragraaf 1.5 van de preambule van de best practices.

hebben besloten andere nationale of internationale standaarden te volgen die vergelijkbare doelstellingen hebben als de Eumedion best practices. Specifiek wordt in dat kader de Britse Stewardship Code genoemd.

Acht deelnemers (14%) geven aan de Britse Stewardship Code te volgen, waarmee zij indirect ook de kernelementen van Eumedion best practices volgen. Vier van deze acht deelnemers geven desalniettemin expliciet aan dat zij naast de Stewardship Code ook de Eumedion best practices toepassen dan wel dat zij dit nastreven.

### **3.5 Statement over toepassing van de Eumedion best practices**

Hoewel 46 (82%) deelnemers op de website of in het jaarverslag aangeven deelnemer van Eumedion te zijn, heeft slechts een minderheid van 23 (41%) deelnemers een statement over de toepassing van de Eumedion best practices gepubliceerd. 20 deelnemers scharen zich volledig achter de best practices dan wel maken de opmerking de best practices volledig dan wel in beginsel toe te passen, uit te voeren, op te leggen of andere, soortgelijke bewoordingen. Van de drie deelnemers die een voorbehoud maken, geeft één deelnemer expliciet aan af te wijken van best practice 5 (openbaarmaking van procedures om (potentieel) tegenstrijdige belangen tegen te gaan). Een andere deelnemer maakt de opmerking dat “onder meer” de best practices als input worden gebruikt voor zijn uitvoering van het beleid inzake verantwoord beleggen. De derde deelnemer die een voorbehoud maakt, geeft aan dat hij ernaar “streeft” zich aan te sluiten bij de best practices.

De rapportages over de toepassing van de best practices variëren nogal: vier deelnemers (waarvan twee uit het Verenigd Koninkrijk) hebben een apart document opgesteld waarbij per best practice is aangegeven op welke wijze de best practice is toegepast, met daarin verwijzingen naar het corporate governance en engagement beleid, de kwartaalrapportages hierover en het stemgedrag. Een dergelijke rapportage kan als best practice rapportage worden gezien. Ten minste twee deelnemers hebben daarbij de best practices ‘uitgerold’ naar al hun cliënten, ook al zijn deze cliënten zelf geen deelnemer van Eumedion.<sup>3</sup> Eén deelnemer maakt expliciet een voorbehoud bij een specifieke best practice. Andere deelnemers maken ‘slechts’ de opmerking de best practices toe te passen of gebruiken de onderwerpen die in de best practices aan bod komen om daarover verantwoording af te leggen.

Van de 33 deelnemers die op hun website of jaarverslag geen referentie naar de Eumedion best practices maken, handelt een groot deel wel in de “geest” van de best practices. Uit hun rapportages over betrokken of verantwoord aandeelhouderschap blijkt namelijk dat zij een groot deel van de Eumedion

---

<sup>3</sup> Bijvoorbeeld de pensioenfondsen voor de kappers, slaggers, levensmiddelenindustrie, schoonmaak, medisch specialisten, de groenten- en fruitverwerkende industrie en AkzoNobel, alsmede pensioenverzekeraar Solidair Pensioen.



best practices, zonder dit expliciet te noemen, toepassen (zie paragraaf 3.6). Uiteindelijk gaat het er natuurlijk ook niet zozeer om of de best practices formeel worden onderschreven, maar dat zij in de praktijk worden toegepast en dat zichtbaar wordt gemaakt op welke wijze dat gebeurt.

### **3.6 Toepassing van de specifieke best practices**

Op grond van *best practice 1* wordt van de Eumedion-deelnemers verwacht dat zij de Nederlandse vennootschappen waarin zij beleggen monitoren.

Uit de rapportages van 45 (80%) deelnemers valt op te maken dat zij deze best practice naleven. 9 (16%) deelnemers verschaffen te weinig of onduidelijke informatie om dit na te kunnen gaan.

*Best practice 2* verlangt van de Eumedion-deelnemers een duidelijk beleid met betrekking tot de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten. Daaronder kunnen het aangaan van een dialoog met de Nederlandse beursvennootschappen en andere engagementactiviteiten vallen. Van de deelnemers wordt verwacht dat zij ten minste één keer per jaar verslag uitbrengen van de uitvoering van het beleid.

53 deelnemers (95%) blijken op grond van de rapportages op de website en/of in het jaarverslag een dergelijk beleid te hebben, waarbij er bij sommigen discussie kan zijn of dit beleid erg duidelijk is. Verder blijkt dat 13 (23%) deelnemers alleen een stembeleid hebben (dus geen melding maken van engagementactiviteiten) en dat 11 (20%) deelnemers niet in het openbare domein verslag doen van de uitvoering van het beleid, hetgeen best practice 2 wel van hen vraagt.

*Best practice 3* stelt dat Eumedion-deelnemers een duidelijk beleid hebben inzake het omgaan met situaties waarin het niet lukt de ondernemingsleiding van een Nederlandse beursvennootschap waarin zij beleggen te overtuigen van hun standpunten en meningsverschillen tussen de ondernemingsleiding van deze vennootschap en de aandeelhouders daardoor onopgelost blijven.

Uit de rapportages van de deelnemers blijkt dat 42 (75%) van hen een dergelijk beleid heeft, waarbij ook hierbij bij sommigen discussie kan zijn of dat beleid duidelijk is. 14 (25%) deelnemers hebben een dergelijk beleid niet of niet gecommuniceerd.

*Best practice 4* vraagt van de Eumedion-deelnemers de bereidheid om gezamenlijk met andere Eumedion-deelnemers en andere beleggers in voorkomende gevallen op te trekken.

Deze best practice wordt 46 (82%) deelnemers in meer of mindere mate expliciet onderschreven.

*Best practice 5* handelt over tegenstrijdig belangsituaties. Deze best practice vraagt van de Eumedion-deelnemers om tegenstrijdige belangen die voortvloeien uit de mogelijk verschillende rollen te

verminderen. Zij zouden daarvoor duidelijke en robuuste procedures moeten hebben. Deze procedures zouden openbaar gemaakt moeten worden. Materiële tegenstrijdige belangen zouden moeten worden medegedeeld aan de betreffende institutionele cliënten.

Deze best practice wordt het slechtst nageleefd, al is een verbetering zichtbaar ten opzichte van vorig jaar. Slechts 23 (41%) deelnemers hebben een meer of minder gedetailleerd statement over (het tegengaan van) mogelijke tegenstrijdige belangen bij het uitoefenen van het stemrecht op de website of in het jaarverslag opgenomen. Soms wordt slechts verwezen naar algemene, interne gedragscodes, hetgeen o.i. niet kwalificeert als “duidelijke en robuuste” procedures zoals best practice 5 vraagt. Opvallend is dat *alle* buitenlandse deelnemers deze best practice goed naleven, met verwijzingen naar of beschrijvingen van de procedures. Veel Nederlandse deelnemers vinden dergelijke procedures ofwel niet belangrijk ofwel zo vanzelfsprekend dat zij niet apart op de website worden geplaatst. Het kan ook zijn dat veel Nederlandse deelnemers bij het uitoefenen van het stemrecht niet worden geconfronteerd met tegenstrijdige belangen of deze niet zien.

*Best practice 6* komt overeen met best practice bepaling IV.4.1 en IV.4.2 van de Nederlandse corporate governance code en vraagt van de Eumedion-deelnemers dat zij een duidelijk stembeleid hebben en dit openbaar maken. Ook worden zij geacht ten minste één keer per jaar verslag te doen van de uitvoering van het stembeleid.

Uit de rapportages blijkt dat 3 (5%) deelnemers geen stembeleid hebben of niet gepubliceerd en 9 (16%) deelnemers geen verslag doet. De overige deelnemers leven deze best practice na. Hierbij zij wel opgemerkt dat er grote verschillen in transparantie zijn. Sommige deelnemers noemen wel de stemgedragrichtlijnen (van een bepaalde organisatie) die worden gevolgd, maar hebben geen hyperlink naar de betreffende stemgedragrichtlijnen. Anderen stellen wel dat zij een stembeleid hebben, maar beschrijven niet hoe dit stembeleid er uit ziet.

*Best practice 7* vraagt van de Eumedion-deelnemers dat zij een geïnformeerde stem uitbrengen op alle aandelen die zij in Nederlandse vennootschappen houden. In het geval de deelnemer zich onthoudt van stemming of tegen een bestuursvoorstel stemt, zou de deelnemer uit zichzelf dan wel op aanvraag van de betreffende vennootschap aan de ondernemingsleiding een gemotiveerde uitleg van dit stemgedrag moeten verschaffen.

Deze best practice wordt door 45 (80%) deelnemers nageleefd. Bij 7 (13%) deelnemers is dit onduidelijk omdat de relevante informatie ontbreekt en 4 deelnemers (7%) geven aan niet te stemmen dan wel het stemmen over te laten aan de stemadviesbureaus i.c. worden de stemadviezen niet gecontroleerd of gemonitord.

Op grond van *best practice 8* worden Eumedion-deelnemers geacht ten minste één maal per kwartaal het stemgedrag openbaar te maken. Daarbij is als guidance meegegeven dat zij bij voorkeur per individuele vennootschap en voor ieder agendapunt aangeven of zij voor of tegen hebben gestemd dan wel zich van stemming hebben onthouden.

Deze best practice wordt erg verschillend toegepast. 12 (21%) deelnemers maken het stemgedrag helemaal niet openbaar. 10 (18%) deelnemers maken alleen een geaggregeerd overzicht van het stemgedrag publiek. In een dergelijk overzicht zijn alleen de belangrijkste ontwikkelingen en opvallendste zaken opgenomen. Daarbij merkt één deelnemer wel op dat het stemgedrag op vennootschaps- en agendapuntsniveau “op aanvraag” beschikbaar is. Eén deelnemer maakt het stemgedrag per individuele vennootschap en agendapunt alleen openbaar voor zijn 5%-belangen (waarbij het stemgedrag ook wordt toegelicht), maar doet dit niet voor de overige belangen en een andere deelnemer publiceert zijn stemgedrag niet op zijn eigen website, maar is dit wel op aanvraag beschikbaar en op de website van de Amerikaanse beurstoezichthouder SEC. 34 deelnemers (61%) maken per vennootschap en per individueel agendapunt het stemgedrag openbaar; 4 (7%) van deze deelnemers geeft in het geval van een tegenstem ook een motivering van deze tegenstem.

*Best practice 9* vraagt aan de Eumedion-deelnemers om aspecten op het terrein van milieu- en sociaal beleid en van governance te betrekken bij hun beleid inzake de uitoefening van de aandeelhoudersrechten.

Deze best practice wordt door 44 (79%) nageleefd. Bij 9 (16%) deelnemers ontbreekt de informatie om dit goed te beoordelen en 3 deelnemers (5%) passen deze best practice (nog) niet toe.

*Best practice 10* stelt dat Eumedion-deelnemers geen aandelen inlenen voor enkel en alleen het uitoefenen van het stemrecht op deze aandelen. Zij zouden moeten overwegen om hun uitgeleende aandelen vóór de stemregistratiedatum van de betreffende aandeelhoudersvergadering terug te halen als de agenda van deze vergadering één of meer controversiële onderwerpen bevat.

Deze best practice wordt door 36 (64%) deelnemers toegepast. Bij 17 (30%) ontbreekt de informatie om de wel of niet toepassing te kunnen beoordelen en 2 (4%) deelnemers passen deze best practice niet toe.

#### **4. Relevante ontwikkelingen in binnen- en buitenland**

De Eumedion Best Practices zijn geïnspireerd door de Britse Stewardship Code die in juli 2010 is vastgesteld. Daarna hebben Zuid Afrika en de Europese koepel van vermogensbeheerders, EFAMA, ook gedragscodes voor institutionele beleggers vastgesteld. Om de ervaringen met de Eumedion best

practices in perspectief te plaatsen, is het van belang kennis te nemen van de ervaringen met deze codes en van eventuele andere ontwikkelingen die van belang zijn voor de doorontwikkeling van de best practices. In deze paragraaf wordt daarom een overzicht gegeven van de nationale en internationale ontwikkelingen die van invloed kunnen zijn op de beoordeling van de effectiviteit van de best practices in nationaal en internationaal perspectief.

#### **4.1 Nationale ontwikkelingen**

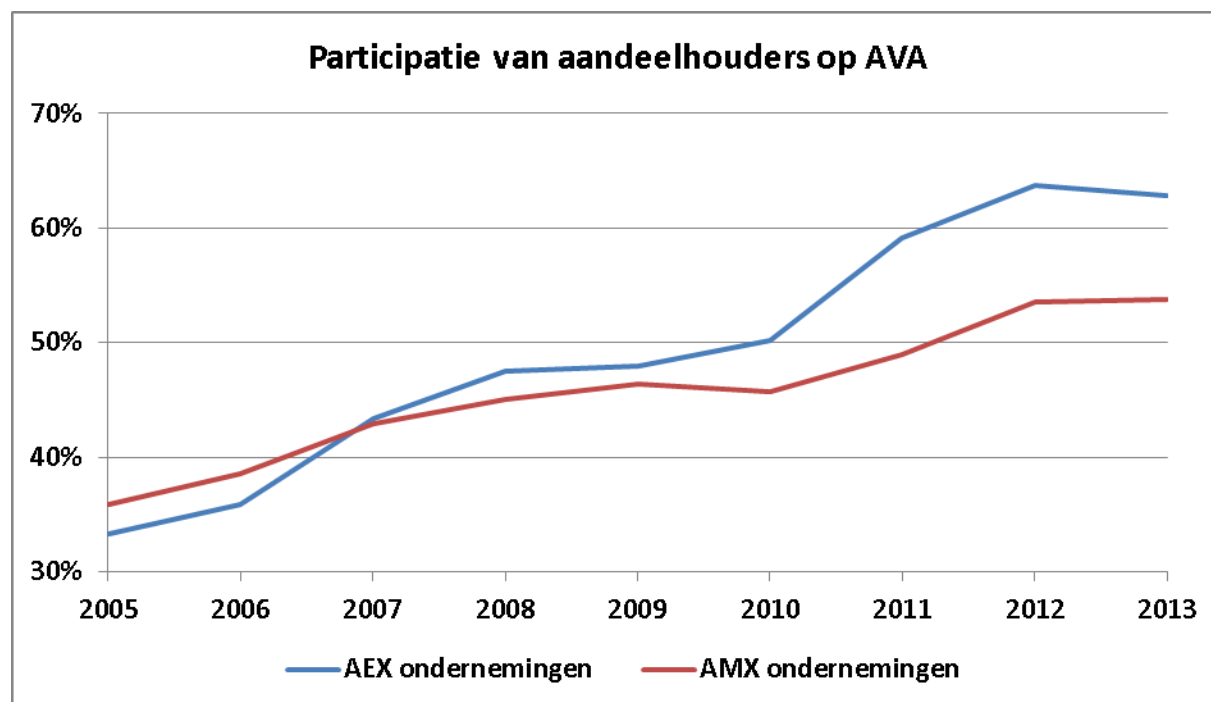
Doelstelling van de Eumedion best practices is om de betrokkenheid van de deelnemers bij het reilen en zeilen van de Nederlandse beursvennootschappen te vergroten teneinde de 'checks and balances' binnen de Nederlandse beursvennootschappen te versterken. "Dit is cruciaal voor het creëren van langtermijnwaarde voor de vennootschap en al haar stakeholders", aldus de preambule van de Eumedion best practices.<sup>4</sup> Onder betrokken aandeelhouderschap wordt volgens de preambule verstaan: het tenminste uitbrengen van een 'geïnformeerde stem' op de aandeelhoudersvergaderingen van Nederlandse beursvennootschappen en het monitoren van de activiteiten van de vennootschappen waarin wordt belegd. Onder deze monitoring kan ook het in stand houden van een dialoog met bestuurders en commissarissen van de beursvennootschappen vallen.

De afgelopen jaren is het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de aandeelhoudersvergaderingen van de grootste Nederlandse beursvennootschappen ('AEX-vennootschappen') sterk gestegen. In 2013 daalde het gemiddelde aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen (exclusief de stemmen die door de administratiekantoren zijn uitgebracht) voor het eerst sinds lange tijd. Bij de AEX-vennootschappen daalde het opkomstpercentage van aandeelhouders 62,8; één procentpunt lager dan in 2012. Bij de vennootschappen die zijn opgenomen in de AMX-index steeg de opkomst nog wel licht: van 53,5 procent in 2012 naar 53,8 procent in 2013 (zie figuur 1). De kentering bij de algemene vergaderingen van de AEX-vennootschappen werd geheel veroorzaakt door drie opmerkelijke, negatieve uitschieters: de AVA's van KPN, PostNL en Imtech. De oorzaak van de lagere opkomst houdt waarschijnlijk verband met wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur bij deze ondernemingen. Beleggers met een langetermijnhorizon zijn geneigd aandelen van die ondernemingen te verkopen waarvan de (dividend)vooruitzichten slecht zijn. Daarnaast gingen relatief veel beleggers 'short' in deze ondernemingen.

---

<sup>4</sup> Zie paragraaf 1.1 van de preambule van de best practices.

Figuur 1: aantal uitgebrachte stemmen op algemene vergaderingen van de Nederlandse vennootschappen waarvan aandelen zijn opgenomen in de AEX- en AMX-index (% van het totaal; exclusief de stemmen uitgebracht door administratiekantoren)



Deze ervaringen sluiten aan bij de monitoringresultaten van de Eumedion best practices: vrijwel alle Eumedion-deelnemers oefenen het stemrecht uit op de aandeelhoudersvergaderingen. Volgens het 2013 AVA-evaluatie-rapport van Institutional Shareholder Services (ISS) hebben de Eumedion best practices bijgedragen aan de toename van het aantal uitgebrachte stemmen op de Nederlandse aandeelhoudersvergaderingen<sup>5</sup>.

Naast het stemmen, voeren ook steeds meer beleggers een dialoog met de bedrijven waarin zij beleggen. Het is echter moeilijk te onderzoeken wat de kwaliteit van deze dialogen zijn. Wel is duidelijk dat in Eumedion-verband met ten minste 25 beursvennootschappen buiten het AVA-seizoen periodiek overleg wordt gevoerd over verschillende vennootschappelijke zaken.

#### 4.2 EU regelgeving

De Eumedion Best Practices moedigen deelnemers aan om buiten de aandeelhoudersvergaderingen periodiek de dialoog aan te gaan met bestuurders en/of commissarissen en om in voorkomende gevallen met andere Eumedion-deelnemers en andere beleggers op te trekken. Bij de uitvoering van deze best

<sup>5</sup> ISS, 2013 Voting Results Report Europe, 2013.

practices is het vanzelfsprekend van belang de relevante wettelijke regels en toezichthouderrichtlijnen op het gebied van het voorkomen van het gebruik van voorwetenschap en van 'acting in concert' te kennen en in acht te nemen. Het is daarbij wenselijk dat vanuit de wetgever en toezichthouder zo duidelijk mogelijke regels over deze terreinen worden gegeven. In dit kader zijn de volgende ontwikkelingen relevant.

Op 20 oktober 2011 heeft de Europese Commissie een voorstel voor een verordening over handel met voorkennis en marktmanipulatie gepresenteerd. Het voorgestelde artikel 6, lid 1, onderdeel e heeft onder beleggers tot de nodige onrust geleid. De definitie van voorwetenschap wordt in het betreffende artikellid verruimd tot ook informatie "die betrekking heeft op een of meer instellingen die financiële instrumenten uitgeven of op een of meer financiële instrumenten, die niet algemeen toegankelijk is voor het publiek, maar die, indien zij beschikbaar zou zijn voor een redelijk handelende belegger, die regelmatig handel drijft op de betrokken markt en in het betrokken financiële instrument (...), door die persoon als relevant zou worden beschouwd bij beslissingen over de voorwaarden voor het verrichten van transacties met betrekking tot het financiële instrument (...)". Deze definitie zou tot nieuwe onzekerheid over de toelaatbaarheid van dialogen buiten de AVA's om leiden, aangezien ook niet-concrete informatie en/of informatie die geen significante koerseffecten teweeg brengt onder de definitie van voorwetenschap zou vallen. In de uiteindelijke compromistekst, waarover de Europese Commissie, de Europese Raad en het Europees Parlement op 10 september 2013 overeenstemming hebben bereikt, is dit onderdeel afgezwakt tot de regels die nu in het Verenigd Koninkrijk gelden en voor beleggers werkbaar zijn. Beleggers worden in de toekomst toch niet eerder geconfronteerd met de wettelijke bepalingen omtrent voorwetenschap bij één-op-ééngesprekken dan nu het geval is.

De Europese beurstoezichthouder ESMA heeft op 12 november 2013 het begrip 'acting in concert' in de Europese overnamerichtlijn verduidelijkt. Kernpunt van de *guidance* is dat grote aandeelhouders die gezamenlijk hun standpunten over het beleid van de onderneming naar voren brengen niet bang hoeven te zijn dat zij gezamenlijk verplicht worden gesteld een openbaar bod op de aandelen van de betreffende onderneming uit te brengen. Alleen in die situaties dat de samenwerking ziet op het vervangen en benoemen van bestuursleden, zou onder omstandigheden kunnen worden gesproken van 'acting in concert', waardoor de verplicht bodregeling in werking treedt. De Europese overnamerichtlijn verplicht eenieder die alleen of met partijen waarmee wordt samengewerkt een openbaar bod op alle aandelen uit te brengen wanneer zij alleen of gezamenlijk de controle over een Europese beursgenoteerde onderneming verwerft. In Nederland ligt de verplicht bodgrens op 30% van de stemrechten. Tot nu toe was het voor beleggers onduidelijk hoe de toezichthouders op openbare biedingen het begrip "samenwerking" zouden invullen, zodat sommige beleggers om het zekere voor het onzekere te nemen niet of nauwelijks met andere beleggers wilden samenwerken. ESMA hoopt deze zorgen met een zgn. White List te hebben weggenomen. De White List maakt duidelijk dat aandeelhouders niet in de

'gevaarzone' van de biedplicht zullen komen zolang de samenwerking ziet op alle AVA- en ondernemingszaken uitgezonderd bestuurdersbenoemingen. De ESMA-guidance is overigens maar beperkt relevant voor Nederland, aangezien de Autoriteit Financiële Markten (AFM) geen toezicht houdt op de biedplicht in Nederland. Partijen die zich niet houden aan de biedplicht kunnen op verzoek van benadeelde partijen door de Ondernemingskamer worden gedwongen een openbaar bod uit te brengen. De Ondernemingskamer is niet gedwongen de ESMA-guidance bij zijn oordeel te betrekken.

De Europese Commissie heeft in het op 12 december 2012 gepubliceerde Actieplan Corporate Governance aangekondigd om met een wetgevend initiatief te komen om institutionele beleggers te verplichten hun stem- en engagementbeleid te openbaren, alsmede hun stemgedrag op aandeelhoudersvergaderingen. De Europese Commissie moet nog beslissen of deze transparantie via een wettelijke 'pas toe of leg uit' zal worden afgedwongen of via direct bindende regelgeving. Het betreffende richtlijnvoorstel wordt in februari 2014 verwacht.

#### **4.3 Britse Stewardship Code**

In december 2012 publiceerde de Financial Reporting Council (FRC) een rapport waarin verslag wordt gedaan van de werking van de Britse Stewardship Code in 2012. De FRC toont zich in het rapport positief over de mate van naleving van de 'Stewardship Code' door de Britse institutionele beleggers. Wel merkt de FRC op dat de kwaliteit van de verslaggeving door institutionele beleggers over de naleving van de Code "wisselend" is. De FRC vindt het bemoedigend dat steeds meer institutionele beleggers de dialoog met Britse beursgenoteerde ondernemingen aangaan. Tegelijkertijd stelt de FRC wel dat deze dialoog nog vooral door Britse institutionele beleggers wordt gedreven. De FRC vindt het tijd worden dat, gelet op de toenemende internationalisatie van het aandeelhoudersbestand van de Britse ondernemingen, buitenlandse institutionele beleggers bij de dialoog worden betrokken. Eind 2013 hebben Britse institutionele beleggers het initiatief genomen om een 'Investor Forum' op te richten, dat ook open zal staan voor niet-Britse institutionele beleggers.

#### **4.4 Andere initiatieven**

Zwitserland, Italië en India hebben in 2013 een eigen gedragscode voor institutionele beleggers gepubliceerd. Japan overweegt dat te doen. De gepresenteerde codes sluiten nauw aan op al bestaande codes en richtlijnen, zoals de Britse Stewardship Code, de EFAMA Code for External Governance, de Code for Responsible Investing in South Africa en de Eumedion Best Practices voor Betrokken Aandeelhouderschap. De Zwitserse richtlijnen voor institutionele beleggers bij het uitoefenen van hun zeggenschapsrechten zijn gebaseerd op vijf basisbeginselen voor verantwoord aandeelhoudersgedrag. Zo dienen Zwitserse institutionele beleggers de belangen van hun cliënten mee te wegen bij de uitoefening van hun zeggenschapsrechten en hun cliënten ook op de hoogte te stellen van de processen en principes inzake de uitoefening van de zeggenschapsrechten. De institutionele beleggers dienen

tevens eens per jaar verslag te doen van de wijze waarop de zeggenschapsrechten zijn uitgeoefend. Dit verslag kan beperkt blijven tot de hoofdlijnen; openbaarmaking van het stemgedrag per individuele onderneming en per individueel AVA-agendapunt is niet nodig. Het 'pas toe of leg uit'-principe is van toepassing op de Zwitserse richtlijnen. De Zwitserse bevolking heeft op 3 maart 2013 per referendum echter besloten alle Zwitserse pensioenfondsen te verplichten om op alle aandelen die zij aanhouden te stemmen (in het belang van hun deelnemers) en om het stemgedrag openbaar te maken.

De Italiaanse vermogensbeheerders zullen zich vanaf 1 januari 2014 onderwerpen aan een gedragscode inzake de uitoefening van aandeelhoudersrechten, opgesteld door de vereniging van Italiaanse vermogensbeheerders, Assogestioni. De Italiaanse code is gebaseerd op de in mei 2011 gepubliceerde 'Code for External Governance' van de European Fund and Management Association (EFAMA), de Europese koepel van vermogensbeheerders. Daarin staat o.a. dat vermogensbeheerders geacht worden een beleid te publiceren waarin is aangegeven of en zo ja, hoe zij hun rechten als aandeelhouder uitoefenen. Ook worden vermogensbeheerders geacht de ondernemingen waarin wordt belegd te "monitoren" en richtlijnen op te stellen over wanneer en hoe zij bij deze ondernemingen zullen "intervenieren" om de waarde van deze ondernemingen te verhogen.

De Indiase beurstoezichthouder heeft een gedragscode voorgesteld waarin alle Indiase institutionele beleggers worden geacht een stembeleid te ontwikkelen en op alle AVA's te stemmen. Ook zullen zij tegenstrijdig belangprocedures moeten opstellen.

Japan overweegt de invoering van een gedragscode voor institutionele beleggers. De code zou behulpzaam moeten zijn bij de tenuitvoerlegging van de fiduciaire verantwoordelijkheden van institutionele beleggers. De code, die eind dit jaar nog zou moeten worden vastgesteld, zou ook principes moeten bevatten om de dialoog van institutionele beleggers met Japanse beursgenoteerde ondernemingen te verbeteren.