

Activiteiten van Aandeelhouders 2005

ONDERZOEK IN OPDRACHT VAN
DE MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE

Abe de Jong

Gerard Mertens

Peter Roosenboom

Activiteiten van Aandeelhouders 2005

ONDERZOEK IN OPDRACHT VAN
DE MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE

Dr. A. de Jong

Prof. dr. G.M.H. Mertens

Dr. P.G.J. Roosenboom

Met medewerking van:

J.J. van Duijvenvoorde

M. Hinan

H. Kasmi

M. Uricaru

A.M. van Wel

21 oktober 2005

INHOUDSOPGAVE

1. Inleiding	5
2. Beschrijving van agenda's en notulen van AVA's en BAVA's	7
2.1. Inleiding en onderzoeksopzet	7
2.2. Compleetheid agenda	7
2.3. Opkomst	8
2.4. Verlenen van stemvolmachten	10
2.5. Aantal vergaderingen bezocht door verenigingen/stichtingen en instituten	11
2.6. Corporate governance discussie	12
2.7. Stemgedrag	16
2.8. De rol van de externe accountant	20
2.9. Buitengewone aandeelhoudersvergaderingen	21
2.10. Navolging best practice bepalingen aangaande AVA's	22
3. Beschermingsmaatregelen	25
3.1. Inleiding en onderzoeksopzet	25
3.2. Navolging best practice bepaling aangaande beschermingsmaatregelen	25
3.3. Overzicht beschermingsmaatregelen	25
4. Certificering	29
4.1. Inleiding en onderzoeksopzet	29
4.2. Navolging best practice bepalingen aangaande certificering	29
4.3. Vergadering van certificaathouders	31
4.4. Bestuur administratiekantoor	32
4.5. Belang certificaathouder	32
4.6. Verslag administratiekantoor	33
4.7. Administratiekantoor en AVA	34
5. De rol van institutionele beleggers	35
5.1. Inleiding en onderzoeksopzet	35
5.2. Samenstelling onderzoekspopulatie	35
5.3. Navolging best practice bepalingen aangaande institutionele beleggers	36
5.4. Classificatie onderdelen beleid	38
5.4.1. Stemgedrag	38
5.4.2. Aanwezigheid	39
5.5. Activisme van institutionele beleggers	39
5.5.1. Aantal vragen en aard van de gestelde vragen	39
5.5.2. Stemgedrag op AVA	41
5.6. Buitengewone aandeelhoudersvergaderingen	42
6. Conclusies	45
6.1. Inleiding	45
6.2. Aandeelhoudersvergaderingen	45
6.3. Beschermingsconstructies	46
6.4. Certificering	46
6.5. Institutionele aandeelhouders	47

1 | INLEIDING

In de Nederlandse Corporate Governance Code (Code) heeft de Commissie Corporate Governance een aantal principes en bepalingen voor governance beschreven. Punt 7 van de preambule van de code stelt *“Het is aan de aandeelhouders om het bestuur en de raad van commissarissen omtrent de toepassing van de principes van de code en de verklaring over de naleving van de best practice bepalingen ter verantwoording te roepen.”*

In dit rapport worden de resultaten van een onderzoek beschreven naar de activiteiten van aandeelhouders in 2005, het jaar waarin voor eerst vennootschappen de wettelijke plicht hebben te rapporteren over de naleving van de code. De activiteiten van de aandeelhouders geven een goede indruk over de mate waarin zij in staat zijn om de verantwoording af te nemen van Bestuur en de Raad van Commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen.

Het onderzoek bestaat uit vier onderdelen. Ieder onderdeel is qua methode, steekproef en inhoud dermate verschillend dat per hoofdstuk een separate methodologische verantwoording wordt gegeven.

In Hoofdstuk 2 wordt door middel van het bestuderen van agenda's en notulen van de jaarlijkse aandeelhoudersvergaderingen (AVA's) en buitengewone aandeelhoudersvergaderingen (BAVA's) onderzocht welke invloed aandeelhouders op de vennootschappen uitoefenen. Hoofdstuk 3 bevat een beschrijving van de beschermingsmaatregelen van vennootschappen. Hoofdstuk 4 analyseert de rol van certificering van gewone en preferente aandelen. Na een studie van administratievoorwaarden, statuten, notulen van vergaderingen van certificaathouders, verslagen van administratiekantoren en notulen van AVA's wordt beschreven in welke mate vennootschappen met certificering de Code naleven. In Hoofdstuk 5 wordt de rol van institutionele beleggers beschreven aan de hand van de rapportages van deze beleggers. Hoofdstuk 6 bevat de conclusies.

Dit rapport is geschreven in opdracht van en gericht aan de Monitoring Commissie Corporate Governance. Het maakt onderdeel uit van een drietal studies naar de naleving van de Code en internationale ontwikkelingen in corporate governance in 2005.

2 | AGENDA'S EN NOTULEN VAN AVA'S EN BAVA'S

2.1 Inleiding en onderzoeksopzet

In dit onderdeel worden de agenda's en notulen van AVA's en BAVA's geanalyseerd. In mei 2005 zijn 160 beursfondsen verzocht om toezending van de notulen van AVA's gehouden in 2005. Eveneens zijn deze ondernemingen verzocht om toezending van de notulen van eventuele BAVA's gehouden gedurende 1 september 2004 tot en met 30 juni 2005. In het bijzonder zijn er 26 AEX fondsen, 21 AMX fondsen, 18 buitenlands genoteerde fondsen en 95 smallcaps aangeschreven. In juni 2005 zijn de AEX en AMX fondsen tot twee maal toe telefonisch verzocht om ontbrekende stukken toe te zenden. Daarnaast is voor de AEX en AMX fondsen op de sluitingsdatum van het onderzoek (1 september) de website gecontroleerd op aanwezigheid van notulen van de AVA gehouden in 2005. Een zevental ondernemingen heeft de notulen op de sluitingsdatum nog niet beschikbaar met als reden dat er nog geen 3 maanden zijn verstreken tussen de datum van de AVA en de sluitingsdatum van het onderzoek. De overige ontbrekende ondernemingen reageert niet op ons verzoek tot toezending van de benodigde stukken ondanks dat 3 maanden zijn verstreken vanaf de vergaderdatum. Dit is in strijd met best practice bepaling IV.3.8 van de Code welke stelt dat ondernemingen het verslag van de AVA uiterlijk drie maanden na vergaderdatum beschikbaar moeten stellen. Een aantal ondernemingen zegt meer dan 3 maanden nodig te hebben om de notulen op te stellen. Dit leidt ertoe dat deze ondernemingen niet in het onderzoek kunnen worden meegenomen.

In totaal zijn er 72 beursfondsen die de gevraagde notulen hebben opgestuurd of die ons doorverwezen hebben naar de vindplaats op de website. De notulen zijn afkomstig van 19 AEX fondsen, 19 AMX fondsen, 30 smallcaps en 4 buitenlandse fondsen. Gelet op het geringe aantal buitenlandse fondsen is er geen aparte kolom voor deze categorie aangemaakt in de tabellen. In de tabellen heeft de kolom totaal betrekking op de AEX, AMX, smallcap en buitenlandse fondsen gezamenlijk.

Naast de 72 notulen van AVA's zijn tevens 10 notulen van BAVA's ontvangen. De notulen van de BAVA's worden in een aparte paragraaf beschreven. Tot slot is ook aan de hand van de jaarverslagen van de ondernemingen nagegaan tot in hoeverre de ondernemingen voldoen aan best practice bepalingen aangaande AVA's.

2.2 Compleetheid agenda

De Commissie Tabaksblat beveelt in punt 13 van de preambule ondernemingen aan om de Code als apart agendapunt te bespreken op de AVA in 2005. Tabel 2.1 toont dat de meeste ondernemingen deze aanbeveling ter harte hebben genomen. Er zijn 65 van de 72 ondernemingen die de Code geagendeerd hebben. De Code is in twee gevallen als subagendapunt geagendeerd (onder agendapunt goedkeuring jaarrekening en statutenwijziging). Hoewel er volgens de Code niet over corporate governance gestemd hoeft te worden zijn er 12 ondernemingen waarbij stemming over corporate governance onderwerpen plaatsvindt. Op drie vergaderingen is er onduidelijkheid of er over het onderwerp corporate governance gestemd dient te worden. Er bestaat voor aandeelhouders echter de mogelijkheid om via uitoefening van hun agenderingsrecht zelf corporate governance onderwerpen op de agenda van de AVA te plaatsen. Punt 8 van de preambule van de Code stelt dat, indien aandeelhouders het niet eens zijn met een zwaarwichtige kwestie op het terrein van corporate governance, deze aandeelhouders binnen de AVA gebruik kunnen maken van de mogelijkheid om het bestuur geen décharge te verlenen over het gevoerde beleid en de raad van commissarissen over het uitgeoefende toezicht, het bezoldigingsbeleid aan te passen, en de raad van commissarissen en/of het bestuur te ontslaan. Eventueel kunnen aandeelhouders ook juridische procedures voeren, zoals het starten van een enquête- of jaarrekeningprocedure.

De Code schrijft in best practice bepaling IV.1.6 voor dat de goedkeuring van het door het bestuur gevoerde beleid (décharge van bestuurders) en de goedkeuring van de door de commissarissen uitgeoefende toezicht (décharge

van commissarissen) afzonderlijk geagendeerd dienen te zijn. Tabel 2.1 toont dat 67 van de 72 onderzochte beursfondsen deze splitsing op de agenda heeft doorgevoerd.

Best practice bepaling IV.1.4 stelt voor het reserverings- en dividendbeleid als apart agendapunt op de AVA te behandelen. Uit Tabel 2.1 blijkt dat 18 van de 72 ondernemingen deze bepaling in praktijk brengen. Hierbij dient te worden opgemerkt dat veel ondernemingen weliswaar het dividendbeleid op de vergadering bespreken maar niet als apart agendapunt met stemming behandelen. Best practice bepaling IV.1.5 wordt door meer ondernemingen nageleefd. In totaal behandelen 57 van de 72 beursfondsen het voorstel tot uitkering van het dividend als apart agendapunt op de AVA.

Tot slot dienen ondernemingen volgens de wet goedkeuring jaarrekening van de jaarrekening en de décharge van het bestuur te splitsen (artikel 2:101 BW). Er is één AEX fonds in onze steekproef die deze splitsing niet duidelijk aan heeft gebracht.

Tabel 2.1 | Compleetheid agenda

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Code geagendeerd	17/19	15/19	29/30	65/72
Splitsing décharge van het bestuur en commissarissen	16/19	19/19	29/30	67/72
Reserverings- en dividendbeleid als apart agendapunt	2/19	5/19	10/30	18/72
Voorstel uitkering dividend als apart agendapunt	16/19	16/19	24/30	57/72
Splitsing décharge van het bestuur en goedkeuring jaarrekening	18/19	19/19	30/30	71/72

2.3

Opkomst

Tabel 2.2 toont de opkomst op de AVA. Het gemiddelde percentage van het aandelenkapitaal met vertegenwoordiging op de AVA bedraagt 53,8%. Het percentage varieert van 44,3% voor de AEX fondsen tot 62,2% voor de smallcaps. De mediaan laat een soortgelijk beeld zien. Het hoge opkomstpercentage bij de smallcaps heeft te maken met de geconcentreerde eigendomsstructuur van deze fondsen. Door de aanwezigheid van enkele grootaandeelhouders op de vergadering wordt het opkomstpercentage hoger.

Tevens wordt opgemerkt dat de 14 ondernemingen met certificering van gewone aandelen een hoge opkomst hebben. Dit kan worden verklaard door de aanwezigheid van het administratiekantoor. Om deze reden wordt er in Tabel 2.2 een onderscheid gemaakt tussen ondernemingen die certificering en ondernemingen die geen certificering toepassen. Het gemiddelde opkomstpercentage voor gecertificeerde ondernemingen bedraagt 94,9% van het geplaatste aandelenkapitaal. Niet-gecertificeerde ondernemingen laten een gemiddeld opkomstpercentage van 43,9% van het geplaatste aandelenkapitaal zien. De verschillen in opkomstpercentage tussen de AEX, AMX en smallcap fondsen manifesteren zich met name bij de niet-gecertificeerde ondernemingen. Vanwege de aanwezigheid van het administratiekantoor zijn de onderlinge verschillen in opkomst bij gecertificeerde vennootschappen gering.

Het aantal aanwezige aandeelhouders wordt niet door alle ondernemingen in de notulen vermeld. Het gemiddelde aantal aanwezigen bedraagt 47 aandeelhouders en/of certificaaathouders en/of gevolmachtigden. Het aantal aanwezigen varieert echter sterk. Bij de AEX fondsen zijn gemiddeld 153 personen aanwezig tegenover 22 personen bij de smallcaps.

Tabel 2.2 | Opkomst AVA (% geplaatst kapitaal)

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Percentage geplaatst kapitaal				
Gemiddelde	44,28	49,91	62,21	53,81
Mediaan	40,00	46,41	60,85	47,26
Aantal ondernemingen	19	19	30	72
Percentage geplaatst kapitaal, certificering				
Gemiddelde	98,79	85,91	98,44	94,94
Mediaan	97,00	96,20	99,61	99,40
Aantal ondernemingen	3	4	7	14
Percentage geplaatst kapitaal, geen certificering				
Gemiddelde	34,05	40,31	51,18	43,89
Mediaan	37,12	39,42	56,20	42,82
Aantal ondernemingen	16	15	23	58
Aantal aanwezigen				
Gemiddelde	191,21	90,80	27,33	88,90
Mediaan	153	87	22	47
Aantal ondernemingen	14	15	22	53

Niet alle notulen vermelden het aantal stemmen dat op de vergadering is vertegenwoordigd. In de onderste rij van Tabel 2.3 staat het aantal ondernemingen vermeld waarvoor de desbetreffende gegevens beschikbaar zijn. De opkomst is opnieuw het hoogst bij de smallcap fondsen. Bij de gecertificeerde ondernemingen is door de aanwezigheid van het administratiekantoor wederom sprake van een hogere opkomst dan bij niet-gecertificeerde ondernemingen.

Tabel 2.3 | Opkomst AVA (% stemmen)

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Percentage geplaatst kapitaal				
Gemiddelde	44,06	54,21	60,53	54,21
Mediaan	40,00	40,78	60,80	48,00
Aantal ondernemingen	11	10	23	47
Percentage geplaatst kapitaal, certificering				
Gemiddelde	98,20	97,80	98,96	98,40
Mediaan	98,20	99,40	99,11	99,40
Aantal ondernemingen	2	3	4	9
Percentage geplaatst kapitaal, geen certificering				
Gemiddelde	32,04	35,53	52,44	43,74
Mediaan	39,00	35,10	56,80	41,59
Aantal ondernemingen	9	7	19	38

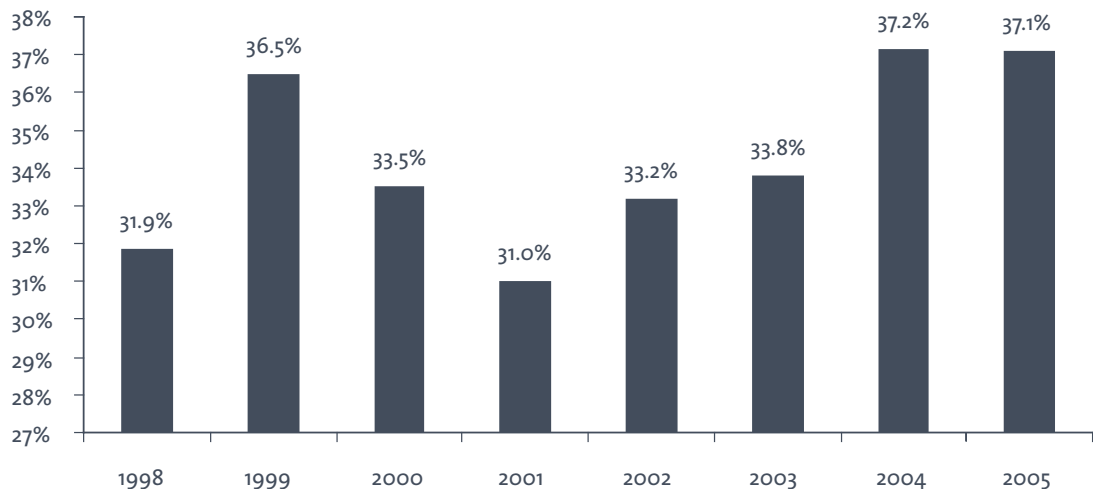
Tabel 2.4 laat het verloop van de opkomstpercentages zien gedurende de periode 1998-2005. Hierbij wordt gebruik gemaakt van gegevens uit voorgaande onderzoeken¹ en additionele onderzoeksgegevens voor de vergaderingen gehouden in 2003 en 2004. Om de vergelijkbaarheid met voorgaande onderzoeken te vergroten wordt in Tabel 2.4 alleen gebruik gemaakt van gegevens voor AEX en AMX fondsen. Figuur 2.1 toont de ontwikkeling van het gemiddelde opkomstpercentage gedurende 1998-2005.

¹ Zie pagina 47 van het rapport "Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002" dat in 2003 in opdracht van het Ministerie van Financiën is uitgebracht.

De opkomst bij niet-gecertificeerde bedrijven is in de afgelopen paar jaar gestegen ten opzichte van de jaren daarvoor. De stijging van het gemiddelde opkomstpercentage voor niet-gecertificeerde ondernemingen doet zich in het bijzonder voor in 2004. Op de vergaderingen gehouden in 2004 bedroeg het gemiddelde opkomstpercentage 37,2% van het geplaatste aandelenkapitaal tegenover 33,8% in 2003. In 2005 bedraagt het opkomstpercentage gemiddeld 37,1%. Het mediaan opkomstpercentage is in 2005 wel gestegen ten opzichte van 2004. In 2005 was het mediaan opkomstpercentage 39% van het geplaatste aandelenkapitaal tegenover 35,4% in 2004.

Tabel 2.4 | Opkomst AVA AEX en AMX ondernemingen (trend)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Percentage geplaatst kapitaal								
Gemiddelde	51,69	53,73	52,54	48,66	48,82	47,59	45,75	47,09
Mediaan	40,74	47,72	42,28	37,88	38,00	34,00	39,35	41,12
Aantal ondernemingen	38	42	35	35	35	31	38	38
Percentage geplaatst kapitaal, certificering								
Gemiddelde	89,83	88,15	94,06	92,82	94,03	92,96	90,19	91,43
Mediaan	97,76	97,34	98,62	97,26	98,41	98,20	96,69	99,40
Aantal ondernemingen	13	14	11	10	9	8	7	7
Percentage geplaatst kapitaal, geen certificering								
Gemiddelde	31,86	36,51	33,52	31,00	33,17	33,80	37,17	37,08
Mediaan	26,63	33,25	37,50	30,42	33,96	24,55	35,40	39,00
Aantal ondernemingen	25	28	24	25	26	23	31	31



Figuur 2.1 | Gemiddelde opkomst niet-gecertificeerde AEX en AMX ondernemingen (als percentage geplaatst kapitaal)

2.4

Verlenen van stemvolmachten

In deze paragraaf wordt ingegaan op het verlenen van stemvolmachten. Bij acht van de 14 ondernemingen met certificering van gewone aandelen worden stemvolmachten verleend certificaathouders en/of heeft het administratiekantoor steminstructies ontvangen. Er zijn 4 administratiekantoren die steminstructies hebben ontvangen. In 7 gevallen kan op basis van de notulen bepaald worden hoeveel stemvolmachten/steminstructies er afgegeven zijn als percentage van het totale aantal aandelen wat op de vergadering vertegenwoordigd is. Het gemiddelde (mediaan) percentage bedraagt 14,5% (13,8%) van het op vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal. De gegevens uit de notulen lenen zich niet om iets te zeggen over de stemvolmachten verleend aan de Stichting Communicatiekanaal. In totaal zijn 9 van de in de steekproef opgenomen ondernemingen aangesloten bij de

Stichting Communicatiekanaal. Bij het stemmen op afstand wordt veelvuldig gebruik gemaakt van het Internet. Onderstaande Tabel 2.5 met de gegevens van 2005 is afkomstig van de site www.communicatiekanaal.nl

Tabel 2.5 | *Het functioneren van de Stichting Communicatiekanaal in 2005*

	Proxy's				Aandelen			
	Verstuurde proxy's	Gestemd	% Proxy's gestemd	Gestemd via internet	% van response via het internet	# Aandelen gestemd	Gestemd via het internet	% van aandelen via internet
ABN Amro	23,351	3571	15.29%	517	14.48%	8,168,716	2,932,273	35.90%
Aegon	15,247	1806	11.84%	203	11.24%	5,767,146	2,988,730	51.82%
Ahold	26,306	2938	11.17%	447	15.21%	3,300,024	725,022	21.97%
Akzo Nobel	6,687	1094	16.36%	94	8.59%	663,466	37,817	5.70%
Buhrmann	4,686	737	15.73%	74	10.04%	671,455	60,587	9.02%
ING	27,006	4104	15.20%	524	12.77%	6,794,879	1,813,661	26.69%
KPN	26,765	3996	14.93%	486	12.16%	10,939,543	7,745,044	70.80%
Nedlloyd	757	109	14.40%	14	12.84%	47,194	5,949	12.61%
Philips	15,085	2261	14.99%	245	10.84%	5,684,940	3,016,253	53.06%
Reed Elsevier	8,590	1158	13.48%	97	8.38%	3,478,194	1,940,589	55.79%
Shell	22,140	2898	13.09%	294	10.14%	69,276,773	4,721,485	6.82%
Unilever	16,168	2622	16.22%	264	10.07%	3,025,418	168,528	5.57%
Unilever cert.	11,078	1598	14.42%	154	9.64%	1,184,931	57,818	4.88%
Totaal	203,866	28892	14.17%	3259	11.28%	119,002,679	26,213,756	22.03%

2.5

Aantal vergaderingen bezocht door verenigingen/stichtingen en instituten

Tabel 2.6 toont het aantal AVA's bezocht door verenigingen en stichtingen die de belangen van aandeelhouders en beleggers behartigen. De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) bezoekt de meeste vergaderingen. Daarnaast zijn de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) en de Stichting Rechtsbescherming Beleggers actief. Incidenteel worden vergaderingen bezocht door de Deutsche Schutzverein für Wertpapierbesitz, vertegenwoordigers van de Staat der Nederlanden of een politieke partij. De Staat der Nederlanden bezoekt vergaderingen van die ondernemingen waarin zij aandelen bezit.

Tabel 2.6 toont ook welke institutionele beleggers regelmatig vergaderingen bezoeken. Een kanttekening is dat de aanwezigheid van institutionele beleggers alleen kan worden vastgesteld indien deze gedurende de vergadering aan het woord komen. Het is dus mogelijk dat institutionele beleggers wel vertegenwoordigd waren op de vergadering maar dat hun aanwezigheid niet in de notulen is opgenomen. Daarnaast hebben institutionele beleggers alleen het recht vergaderingen te bezoeken van ondernemingen waarin zij aandelen bezitten. Pensioenfondsen bezoeken 13 vergaderingen. Het gaat om vijf verschillende pensioenfondsen. Vaak wordt een aantal pensioenfondsen door één persoon op de vergadering vertegenwoordigd.

Beleggingsfondsen bezoeken eveneens 13 vergaderingen. Beleggingsfondsen bezoeken meer vergaderingen dan in de voorgaande jaren. Zo bezochten beleggingsfondsen in 2002 5 vergaderingen². Banken en verzekeraars bezoeken 8 vergaderingen. Dit is ook beduidend meer dan in voorgaande jaren toen banken en verzekeringsmaatschappijen nauwelijks actief waren. De overige institutionele beleggers bezoeken 10 vergaderingen. Deze groep bevat met name actieve grootaandeelhouders welke aandelenpakketten van 5% of meer aanhouden in smallcap fondsen.

Tevens is onderzocht hoeveel vergaderingen door minimaal één gevolmachtigde van een buitenlandse belegger wordt bijgewoond. Vaak is de aanwezigheid van gevolmachtigde van buitenlandse beleggers alleen vast te stellen

² Zie pagina 48 van het rapport "Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002" dat in 2003 in opdracht van het Ministerie van Financiën is uitgebracht.

indien uit de notulen blijkt dat deze gevolmachtigden zich van stemming hebben onthouden of hebben tegengestemd. In totaal zijn er 32 vergaderingen door ten minste één gevolmachtigde van een buitenlandse belegger bezocht.

Tabel 2.6 | *Aantal AVA's bezocht door stichtingen/verenigingen, institutionele beleggers en gevolmachtigden buitenlandse beleggers*

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Verenigingen/stichtingen				
VEB	19	19	22	61
VBDO	16	10	0	26
Stichting Rechtsbescherming Beleggers	9	4	5	18
Deutsche Schutzverein für Wertpapierbesitz	5	0	0	5
Overige (overheid, politieke partijen)	3	0	1	4
Institutionele beleggers				
Pensioenfondsen	9	4	0	13
Beleggingsfondsen	6	2	5	13
Banken/verzekeraars	3	1	4	8
Overige institutionele beleggers	1	2	6	10
(Gevolmachtigden van) buitenlandse beleggers	8	13	8	32
Aantal ondernemingen	19	19	30	72

2.6

Corporate governance discussie

Tabel 2.7 toont het aantal vragen dat gedurende de vergadering wordt gesteld over corporate governance onderwerpen. Er zijn gemiddeld 3 verschillende vragenstellers die gemiddeld 5,6 vragen over corporate governance stellen. Er is sprake van een meer levendige corporate governance discussie op de aandeelhoudersvergaderingen van AEX fondsen in vergelijking tot AMX en smallcap fondsen. Op de vergaderingen van AEX fondsen worden gemiddeld meer vragen over corporate governance gesteld. Daarnaast nemen er op de vergaderingen van AEX fondsen meer verschillende personen deel aan de corporate governance discussie.

Tabel 2.7 | *Corporate governance discussie*

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Aantal vragenstellers				
Gemiddelde	4,68	2,94	2,40	3,02
Mediaan	3,00	2,00	2,00	2,50
Aantal vragen				
Gemiddelde	8,89	4,74	4,63	5,55
Mediaan	8,00	4,00	4,00	5,00

Tabel 2.8 toont het aantal vergaderingen waarin vergaderingen/stichtingen of institutionele beleggers ten minste één vraag stellen over corporate governance. De VEB is de meest actieve vragensteller. De VEB stelt op 57 van de 61 door haar bezochte vergaderingen ten minste één vraag over corporate governance. De VBDO en Stichting Rechtsbescherming Beleggers stellen op 14 en 11 vergaderingen vragen over corporate governance. De pensioenfondsen stellen op alle 13 door hen bezochte vergaderingen ten minste één vraag over dit onderwerp. Beleggingsfondsen nemen minder vaak deel aan de corporate governance discussie. Zij stellen op 3 van de 13 door hen bezochte vergaderingen vragen over corporate governance. Banken en verzekeringsmaatschappijen nemen niet deel aan de corporate governance discussie tijdens de AVA. De overige institutionele beleggers stellen op 4 van de 10 bezochte vergaderingen vragen over corporate governance. De gevolmachtigden van buitenlandse beleggers en het administratiekantoor stellen geen tot weinig vragen over dit onderwerp.

Tabel 2.8 | Aantal vergaderingen gehouden in 2005 waarin verenigingen/stichtingen, institutionele beleggers ten minste één vraag gedurende de corporate governance discussie stellen

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Verenigingen/stichtingen				
VEB	18	17	21	57
VBDO	8	6	0	14
Stichting Rechtsbescherming Beleggers	6	2	3	11
Deutsche Schutzverein für Wertpapierbesitz	1	0	0	1
Overige (overheid, politieke partijen)	1	0	0	1
Institutionele beleggers				
Pensioenfondsen	9	4	0	13
Beleggingsfondsen	1	0	2	3
Banken/verzekeraars	0	0	0	0
Overige institutionele beleggers	1	1	2	4
(Gevolmachtigden van) buitenlandse beleggers	0	2	1	3
Administratiekantoor	0	1	0	1
Aantal ondernemingen	19	19	30	72

Tabel 2.9 toont de principes uit de Code waar gedurende de vergadering ten minste één vraag over wordt gesteld. De meeste vragen (61) worden gesteld over principe II.2 (Bezoldiging RvB) en in het bijzonder de gehanteerde prestatiecriteria. Er zijn tevens veel vragen over principe II.1 (Taak en werkwijze bestuur). Andere veelbesproken onderwerpen zijn de deskundigheid en samenstelling van de Raad van Commissarissen (principe III.3), de onafhankelijkheid van commissarissen (principe III.2), de bevoegdheden van de AVA (principe IV.1), certificering van aandelen (principe IV.2) en de bezoldiging van commissarissen (principe III.7).

Tabel 2.9 | Principes uit de code waar gedurende de vergadering in 2005 ten minste één vraag over wordt gesteld

Principe	Onderwerp	Aantal vergaderingen waarin vragen de bepaling uit de code worden gesteld			
		AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
I	Naleving en handhaving van de code	6	0	0	6
II.1	Taak en werkwijze bestuur	15	10	17	42
II.2	Bezoldiging RvB	18	19	24	61
II.3	Tegenstrijdige belangen bestuurders en vennootschap	1	1	0	2
III.1	Taak en werkwijze RvC	2	1	1	4
III.2	Onafhankelijkheid RvC	6	1	8	15
III.3	Deskundigheid en samenstelling RvC	11	8	9	28
III.5	Samenstelling en rol kerncommissies RvC	4	1	4	9
III.6	Tegenstrijdige belangen commissarissen en vennootschap	0	0	1	1
III.7	Bezoldiging RvC	4	2	5	11
IV.1	Bevoegdheden AVA	5	5	3	13
IV.2	Certificering van aandelen	3	4	4	11
IV.3	Informatieverschaffing/logistiek AVA	0	0	3	3
V.1	Audit van de financiële verslaggeving	0	0	2	2
V.2	Rol, benoeming en beoordeling functioneren van de externe accountant	3	0	4	7
V.4	Relatie en communicatie externe accountant en organen van de vennootschap	3	3	3	9
NA	Beschermingsconstructies (anders dan certificering)	1	1	1	3
NA	Overige corporate governance vragen	4	3	6	13

Tabel 2.10 toont over welke principes uit de Code de aanwezige verenigingen/stichtingen en institutionele beleggers ten minste één vraag stellen op de vergadering. De VEB stelt met name vragen over de bezoldiging van bestuurders, de taak en werkwijze van het bestuur, deskundigheid en samenstelling van de Raad van Commissarissen en de bevoegdheden van de AVA. De VBDO richt zich met haar vragen met name op principe II.2 betreffende de bezoldiging van het bestuur. Ook voor de pensioenfondsen is de bezoldiging van de Raad van Bestuur onderwerp van discussie. Zoals reeds eerder gemeld, zijn de andere verenigingen/stichtingen en institutionele beleggers beduidend minder actief in de corporate governance discussie.

Er is één administratiekantoor dat een vraag stelt over de bezoldiging van het bestuur. Administratiekantoren stellen wel vragen over andere onderwerpen dan corporate governance zoals strategie, dividendbeleid en financiële verslaggeving. Administratiekantoren stellen gedurende vergadering vragen bij 5 van de 14 gecertificeerde ondernemingen in onze steekproef. In totaal worden 20 vragen door vertegenwoordigers van administratiekantoren gesteld.

Tabel 2.10 | *Principes uit de code waar gedurende de vergadering in 2005 door de betreffende vereniging/stichting, institutionele belegger ten minste één vraag over wordt gesteld*

Principe	Onderwerp	Vereniging/stichting					Institutionele beleggers				
		VEB	VBDO	SRB	DSW	Overige	PF	BF	Overige	Buitenlands	AK
I.1	Apart hoofdstuk governance in jaarverslag	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.2	Agenderen wijzigingen in de corporate governance structuur worden aan AVA voorgelegd	1	0	0	0	0	3	0	0	0	0
I.1	Taak en werkwijze bestuur	31	3	1	0	0	2	1	1	0	0
II.2	Bezoldiging RvB	48	11	3	0	1	12	2	1	2	1
II.3	Tegenstrijdige belangen bestuurders en vennootschap	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III.1	Taak en werkwijze RvC	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0
III.2	Onafhankelijkheid RvC	7	0	0	0	0	1	0	0	0	0
III.3	Deskundigheid en samenstelling RvC	16	0	1	0	0	1	1	2	1	0
III.5	Samenstelling en rol kerncommissies RvC	4	0	2	0	0	1	0	0	0	0
III.6	Tegenstrijdige belangen commissarissen en vennootschap	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III.7	Bezoldiging RvC	4	0	0	0	1	0	0	1	0	0
IV.1	Bevoegdheden AVA	11	0	0	0	0	1	0	0	0	0
IV.2	Certificering van aandelen	6	0	2	0	0	3	0	0	0	0
IV.3	Informatieverschaffing/logistiek AVA	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V.1	Audit van de financiële verslaggeving	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V.2	Rol, benoeming en beoordeling functioneren van de externe accountant	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0
V.4	Relatie en communicatie externe accountant en organen van de vennootschap	4	1	4	0	0	0	0	0	0	0
N.v.t.	Beschermingsconstructies (anders dan certificering)	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
N.v.t.	Overige corporate governance vragen	9	0	0	0	0	0	0	2	0	0

Noot: SRB=Stichting Rechtsbescherming Beleggers, DSW= Deutsche Schutzverein für Wertpapierbesitz, PF=Pensioenfondsen, BF=Beleggingsfondsen, AK=Administratiekantoor

In Tabel 2.11 worden de corporate governance vragen onderverdeeld naar best practice bepaling. Het is niet altijd mogelijk om een vraag aan een specifieke best practice bepaling te koppelen. De best practice bepaling die de meeste vragen oproept is best practice bepaling II.2.10 aangaande de informatie-inhoud van het verslag over het bezoldigingsbeleid van de bestuurders. In het bijzonder gaat het om de bij het bezoldigingsbeleid gehanteerde prestatiecriteria. Verder worden vaak vragen gesteld over best practice bepaling II.2.2 (prestatiecriteria onvoor-

waardelijke opties) en II.2.7 (maximale ontslagvergoeding). Ook de taak en werkwijze van het bestuur komen regelmatig aan de orde. Er worden meer dan tien vragen gesteld over best practice bepalingen II.1.1 (maximale benoemingstermijn bestuurders), II.1.3 (interne risicobeheersings- en controlesysteem) en 2.1.4 (adequaatheid van risicobeheersings- en controlesysteem). De deskundigheid en samenstelling van de Raad van Commissarissen is een ander populair onderwerp van discussie. Het gaat hierbij met name om best practice bepalingen III.3.4 (maximum aantal commissariaten), III.3.5 (maximale zittingstermijn commissarissen) en III.2.2 (onafhankelijkheid commissarissen). Er wordt 11 keer een vraag gesteld over best practice bepaling V.4.3 (inhoud van het verslag van de externe accountant). Er wordt 11 keer een vraagteken geplaatst bij de best practice bepaling IV.2.1. Deze bepaling stelt dat het administratiekantoor het vertrouwen van certificaathouders moet genieten.

Tabel 2.11 | Aantal vragen uitgesplitst per best practice bepaling

Principe	Onderwerp	Aantal vergaderingen waarin vragen de bepaling uit de code worden gesteld			
		AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
I.1	Apart hoofdstuk governance in jaarverslag	3	0	0	3
I.2	Agenderen wijzigingen in de corporate governance structuur worden aan AVA voorgelegd	3	0	0	3
II.1.1	Bestuurder wordt benoemd voor maximaal 4 jaar	5	5	9	19
II.1.2	Bestuur legt doelstellingen en strategie ter goedkeuring voor aan RvC	1	0	1	2
II.1.3	Intern risicobeheersings- en controlesysteem	4	3	6	13
II.1.4	Onderbouwing waarom risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn	6	1	5	12
II.1.6	Klokkenluidersregeling	1	1	4	6
II.2.1	Opties als voorwaardelijke bezoldigingscomponent	3	0	1	4
II.2.2	Prestatiecriteria bij onvoorwaardelijke opties	9	4	5	19
II.2.3	Toekennen aandelen zonder financiële tegenprestaties	3	0	0	3
II.2.6	Reglement transacties in effecten door bestuurders	0	0	1	1
II.2.7	Maximale ontslagvergoeding bij onvrijwillig ontslag	6	6	6	18
II.2.8	Verstrekken persoonlijke leningen aan bestuurders	1	1	0	2
II.2.9	Remuneratierapport RvC bevat verslag over bezoldigingsbeleid	2	1	3	6
II.2.10	Informatie-inhoud van het verslag over bezoldigingsbeleid	38	33	23	95
II.2.11	Bekendmaking elementen contract van nieuwe bestuurder	2	0	0	2
II.2.13	Remuneratierapport van de RvC op website plaatsen	0	0	1	1
II.2.14	Waardering toegekende opties	1	0	0	1
II.3.1	Bestuurder zal niet verrijken ten koste van vennootschap	1	0	0	1
III.1.3	Informatie-inhoud verslag RvC in jaarverslag	1	1	0	2
III.1.6	Omschrijving toezicht RvC op het bestuur	1	0	1	2
III.2.1	Commissarissen zijn onafhankelijk	0	0	1	1
III.2.2	Onafhankelijkheidscriteria RvC	6	1	3	10
III.3.1	Profielschets RvC	1	0	1	2
III.3.2	Minimaal 1 lid RvC is financieel expert	0	0	1	1
III.3.4	Maximaal aantal commissariaten per persoon	9	8	2	19
III.3.5	Maximaal drie zittingstermijnen van 4 jaar in RvC	5	5	6	16
III.3.6	Rooster van aftreden RvC	0	0	1	1
III.5.1	Reglement voor kerncommissies RvC	1	0	0	1
III.5.4	Taakomschrijving audit-commissie	0	0	2	2
III.5.5	Audit-commissie is aanspreekpunt voor externe accountant	0	0	1	1
III.5.6	Voorzitter audit-commissie is niet ook voorzitter RvC of voormalig bestuurder van de vennootschap	0	0	1	1
III.5.10	Taakomschrijving remuneratiecommissie	1	0	1	2
III.5.13	Taakomschrijving selectie- en benoemingscommissie	1	0	0	1

vervolg z.o.z.

vervolg tabel 2.11

		Aantal vergaderingen waarin vragen de bepaling uit de code worden gesteld			
III.7.1	Commissarissen ontvangen geen aandelen als compensatie	0	0	1	1
III.7.2	Aandelenbezit commissarissen is ter belegging op lange termijn	0	0	3	3
III.7.3	Reglement transacties in effecten door commissarissen	0	0	2	2
IV.1.1	Volstreekte meerderheid AVA kan bindend karakter aan benoeming/ ontslag ontnemen bij niet-structuur vennootschappen	1	1	0	2
IV.1.2	Stemrecht preferente aandelen gebaseerd op kapitaalbreng	3	2	1	6
IV.1.4	Reserverings- en dividendbeleid als apart agendapunt	2	1	1	4
IV.1.5	Voorstel uitkering dividend als apart agendapunt	1	0	0	1
IV.1.6	Décharge RvB en RvC worden op vergadering apart in stemming gebracht	0	0	1	1
IV.1.7	Registratiedatum voor uitoefening stem- en vergaderrechten	1	1	1	3
IV.2.1	Bestuur administratiekantoor geniet vertrouwen certificaathouders	5	2	4	11
IV.2.2	Benoeming bestuur administratiekantoor	0	1	1	2
IV.2.5	Administratiekantoor oefent stemrecht uit primair in belang van certificaathouders	0	0	2	2
IV.2.6	Plaatsing verslag administratiekantoor op website	0	1	2	3
IV.2.8	Administratiekantoor verleent certificaathouders onbeperkt volmachten	0	0	1	1
IV.3.1	Analistbijeenkomsten en presentaties worden op website geplaatst	0	0	1	1
IV.3.6	Vennootschap actualiseert op de website alle informatie die zij krachtens vennootschapsrecht en effectenrecht dient te publiceren	0	0	1	1
IV.3.8	Verslag van de AVA wordt uiterlijk drie maanden na afloop van de vergadering ter beschikking gesteld	0	0	1	1
V.1.1	Interne procedures opstellen financiële verslaggeving	0	0	1	1
V.2.2	Relatie met en onafhankelijkheid en benoeming van externe accountant	1	0	3	4
V.2.3	Audit-commissie maakt 1 keer in de 4 jaar een grondige beoordeling van het functioneren van de externe accountant	2	0	1	3
V.4.1	Externe accountant woont AVA bij	0	0	1	1
V.4.3	Inhoud verslag van de externe accountant	4	4	3	11

2.7

Stemgedrag

Tabel 2.12 toont dat het gemiddelde aantal punten waarover gestemd wordt 11,09 bedraagt. Het totale aantal agendapunten komt daarmee uit op 798. Het aantal agendapunten met tegenstemmen door ten minste één aandeelhouder of gevolmachtigde bedraagt 345 (43,2%). Bij de AEX fondsen wordt bij 210 van de 242 agendapunten (86,8%) tegengestemd. Dit is aanmerkelijk vaker dan bij AMX fondsen (38,9%) of smallcaps (15,4%). Het is niet mogelijk voor elk agendapunt met tegenstemmen het percentage tegenstemmen uit te rekenen. Dit komt omdat niet voor elke onderneming het aantal uitgebrachte tegenstemmen in de notulen is opgenomen.

Tabel 2.12 | Aantal agendapunten met stemming

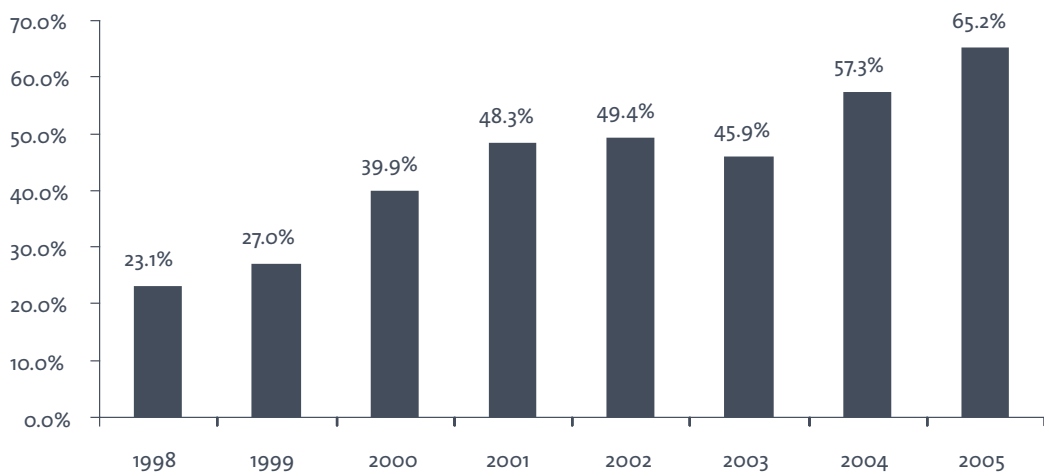
	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Gemiddelde	12,73	10,42	10,63	11,08
Mediaan	13	10	11	11
Aantal agendapunten met stemming	242	198	319	798
Aantal met tegenstemmen	210	77	49	345
Aantal met percentage tegenstemmen bekend	205	73	34	324
Aantal ondernemingen	19	19	30	72

In Tabel 2.13 wordt een overzicht geboden van de ontwikkeling van het aantal agendapunten en het aantal agendapunten met tegenstemmen gedurende de periode 1998-2005. Deze informatie heeft alleen betrekking op AEX en AMX fondsen. Hierbij wordt gebruik gemaakt van gegevens uit voorgaande onderzoeken³ en additionele onderzoeksgegevens voor de vergaderingen gehouden in 2003 en 2004. Het is opvallend dat het mediaan aantal agendapunten met stemming verdubbeld is van 6 in 1998 tot 12 in 2005. Een aantal zaken waaronder de bezoldi-

ging van het bestuur, de (her-)benoeming van leden van de Raad van Bestuur, de (her-)benoeming van de externe accountant, worden in 2005 vaker aan de vergadering voorgelegd dan in voorgaande jaren. Tevens zijn er in 2005 meer (her-)benoemingen van leden van de Raad van Commissarissen waarover de vergadering zich kan buigen. Tabel 2.13 toont dat het gemiddelde aantal agendapunten met ten minste één tegenstem sterk is toegenomen van 70 in 1998 tot 287 in 2005. Figuur 2.2 toont de fractie van het totale aantal agendapunten op vergaderingen van AEX en AMX fondsen waarbij één of meerdere tegenstemmen wordt uitgebracht. Dit percentage is gestegen van 23,1% in 1998 tot 65,2% in 2005. Deze ontwikkeling kan mogelijk duiden op een meer actieve en kritische opstelling van aandeelhouders.

Tabel 2.13 | *Aantal agendapunten met stemming voor AEX en AMX fondsen (trend)*

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Gemiddelde	6,31	5,77	6,49	7,25	6,54	7,79	9,33	11,57
Mediaan	6,00	6,00	6,00	7,00	6,00	9,00	10	12
Aantal agendapunten met stemming	303	300	318	348	314	362	419	440
Aantal met tegenstemmen	70	81	127	168	155	166	240	287
Aantal ondernemingen	48	52	49	48	48	48	48	38



Figuur 2.2 | *Fractie van het totale aantal agendapunten op vergaderingen van AEX en AMX fondsen waarbij één of meerdere tegenstemmen wordt uitgebracht*

Tabel 2.14 toont een overzicht van het stemgedrag met betrekking tot individuele agendapunten. Hierbij is gekeken naar het aantal ondernemingen wat het betreffende punt op de agenda van de vergadering heeft geplaatst. Tevens wordt gekeken naar het percentage van de desbetreffende agendapunten dat tijdens de vergadering tegenstemmen van één of meerdere aandeelhouders krijgt. De machtiging van de Raad van Bestuur tot uitgifte van aandelen en uitsluiting van het voorkeursrecht zijn omstreden agendapunten. (Her-)benoemingen van leden van de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen roepen ook vaak tegenstemmen op. De voorstellen omtrent de bezoldiging van het bestuur en commissarissen alsook het bezoldigingsbeleid ontvangen regelmatig tegenstemmen. Het valt op dat het percentage voorstellen met tegenstemmen voor nagenoeg alle agendapunten het hoogst is voor de AEX fondsen. Dit kan mogelijk worden verklaard door het gebruik van elektronische stemkastjes op de vergaderingen van AEX ondernemingen. Daarnaast zijn een aantal AEX fondsen aangesloten bij de Stichting Communicatiekanaal. Hierdoor is er nagenoeg altijd sprake van een vaak beperkt aantal tegenstemmen dat namens aandeelhouders worden uitgebracht.

³ Zie pagina 51 van het rapport "Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002" dat in 2003 in opdracht van het Ministerie van Financiën is uitgebracht.

Tabel 2.14 | Percentage voorstellen met tegenstemmen

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Vaststelling/goedkeuring jaarrekening				
Aantal agendapunten	19	19	30	72
Percentage met tegenstemmen	84,21	15,79	0	27,78
Vaststelling dividend				
Aantal agendapunten	16	16	24	57
Percentage met tegenstemmen	62,50	18,75	8,33	28,07
Vaststelling dividendbeleid				
Aantal agendapunten	2	5	10	18
Percentage met tegenstemmen	0	0	0	0
Verlening décharge RvB				
Aantal agendapunten	18	19	30	71
Percentage met tegenstemmen	83,33	36,84	3,33	35,21
Verlening décharge RvC				
Aantal agendapunten	16	19	29	67
Percentage met tegenstemmen	93,75	52,63	6,90	40,30
Machtiging inkoop				
Aantal agendapunten	18	12	24	56
Percentage met tegenstemmen	77,78	41,67	16,67	42,86
Machtiging uitgifte				
Aantal agendapunten	18	10	22	52
Percentage met tegenstemmen	100,00	80,00	45,45	69,23
Uitsluiting voorkeursrecht				
Aantal agendapunten	13	4	8	25
Percentage met tegenstemmen	84,61	100,00	50,00	84,00
(Her-) benoeming lid RvC				
Aantal benoemingen	43	28	35	108
Percentage met tegenstemmen	83,72	32,14	14,29	46,30
(Her-) benoeming lid RvB				
Aantal benoemingen	13	5	3	23
Percentage met tegenstemmen	100,00	40,00	33,33	73,91
(Her-) benoeming accountant				
Aantal agendapunten	9	11	21	44
Percentage met tegenstemmen	66,67	18,18	4,76	20,45
Statutenwijziging				
Aantal agendapunten	14	8	22	47
Percentage met tegenstemmen	85,71	25,00	13,63	38,30
Kapitaalvermindering				
Aantal agendapunten	3	2	0	6
Percentage met tegenstemmen	100,00	0	0	66,67
Bezoldiging RvB				
Aantal agendapunten	7	7	6	23
Percentage met tegenstemmen	100,00	71,43	50,00	78,26
Bezoldigingsbeleid RvB				
Aantal agendapunten	7	11	23	44
Percentage met tegenstemmen	100,00	72,72	21,74	45,45
Bezoldiging RvC				
Aantal agendapunten	13	10	12	37
Percentage met tegenstemmen	92,31	40,00	16,67	48,65
Overige agendapunten				
Aantal overige agendapunten	13	12	20	48
Percentage met tegenstemmen	92,31	25,00	30,00	45,83
Aantal ondernemingen	19	19	30	72

Tabel 2.15 toont het gemiddelde aantal tegenstemmen van het op de vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal. Het gemiddelde aantal tegenstemmen is uitgerekend voor die agendapunten voor welke het percentage tegenstemmen is te bepalen (dit kan nul zijn). Hierbij moet de kanttekening worden geplaatst dat het soms gaat om een beperkte steekproefomvang, waarbij uitschieters het gemiddelde percentage tegenstemmen in opwaartse zin kunnen vertekenen. In de meeste gevallen bedraagt het percentage tegenstemmen minder dan 3 procent van het aantal vertegenwoordigde aandelen. Er is een aantal agendapunten dat gemiddeld meer dan 3 procent tegenstemmers heeft. Het betreft de machtiging tot uitgifte van aandelen, het uitsluiten van het voorkeursrecht, bezoldigingsbeleid en de (her-)benoeming accountant. De machtiging tot uitgifte van aandelen is het meest omstreden. Aandeelhouders maken bezwaar tegen de termijn van de machtiging en het percentage uitbreiding van het aandelenkapitaal waarvoor de machtiging geldt.

De meeste agendapunten worden aangenomen. Er zijn echter 3 agendapunten die niet worden aangenomen (uitsluiting voorkeursrecht (2 keer) en voorgenomen emissie preferente aandelen). Drie agendapunten worden van de agenda verwijderd (uitsluiting voorkeursrecht, vaststelling dividendbeleid, bezoldiging RvB). Er wordt bij één buitenlands fonds aan één bestuurder geen décharge verleend (wel aan de overige bestuurders). Dit betekent dat er meer agendapunten worden afgewezen/teruggetrokken dan in voorgaande jaren. In de periode 1998-2001 werden 9 van de 1583 agendapunten afgewezen/teruggetrokken tegenover 6 in 2005.

Tabel 2.15 | Gemiddelde percentage tegenstemmen

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Vaststelling/goedkeuring jaarrekening				
Aantal agendapunten	14	3	0	18
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,03	0,01	0	0,02
Vaststelling dividend				
Aantal agendapunten	10	3	2	16
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,04	0,01	0	0,03
Vaststelling dividendbeleid				
Aantal agendapunten	0	0	0	0
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0	0	0	0
Verlening décharge RvB				
Aantal agendapunten	15	7	0	24
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,17	6,84	0	2,11
Verlening décharge RvC				
Aantal agendapunten	15	9	1	25
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,17	5,08	5,21	2,14
Machtiging inkoop				
Aantal agendapunten	14	5	2	22
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,10	0,23	4,13	0,50
Machtiging uitgifte				
Aantal agendapunten	17	8	8	33
Gemiddeld percentage tegenstemmen	12,31	14,13	13,39	13,01
Uitsluiting voorkeursrecht				
Aantal agendapunten	11	5	4	20
Gemiddeld percentage tegenstemmen	15,54	12,50	4,63	12,60
(Her-) benoeming lid RvC				
Aantal agendapunten	36	8	3	47
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,54	7,84	0,75	2,53
(Her-) benoeming lid RvB				
Aantal agendapunten	15	2	1	19
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,12	8,04	0,01	0,94
(Her-) benoeming accountant				
Aantal agendapunten	6	2	1	9
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,13	0,01	27,16	3,11

vervolg z.o.z.

vervolg tabel 2.15

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Statutenwijziging				
Aantal agendapunten	12	1	1	15
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,72	1,79	0,00	0,69
Kapitaalvermindering				
Aantal agendapunten	4	0	0	5
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,08	0	0	0,33
Bezoldiging RvB				
Aantal agendapunten	7	5	2	17
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,90	3,36	1,76	1,57
Bezoldigingsbeleid RvB				
Aantal agendapunten	7	8	3	18
Gemiddeld percentage tegenstemmen	3,63	12,43	0,11	6,96
Bezoldiging RvC				
Aantal agendapunten	11	4	1	16
Gemiddeld percentage tegenstemmen	0,30	1,08	0,00	0,47
Overige agendapunten				
Aantal agendapunten	11	3	5	20
Gemiddeld percentage tegenstemmen	6,15	0,11	0,12	3,43
Aantal ondernemingen	19	19	30	72

2.8 De rol van de externe accountant

Best practice bepaling V.2.1 van de Code stelt dat de externe accountant de AVA dient bij te wonen. Daarnaast kan de accountant worden bevroegd door de AVA. Tabel 2.16 laat zien dat de accountant op 61 van de 72 vergaderingen expliciet wordt voorgesteld. In 59 van de 72 vergaderingen wordt tevens gemeld dat er vragen aan de accountant kunnen worden gesteld. Bij één onderneming wordt gemeld dat alleen schriftelijke vragen aan de accountant in aanmerking worden genomen omdat de accountant niet op de vergadering aanwezig is. Bij een andere onderneming is het stellen van vragen aan de accountant als apart punt op de agenda van de vergadering opgenomen. In totaal worden 30 vragen door aandeelhouders aan de accountant gesteld.

Tabel 2.16 | Rol van de externe accountant

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Expliciete introductie van de accountant op vergadering	17/19	16/19	25/30	61/72
Vermelding dat er mogelijkheid is tot stellen van vragen	18/19	16/19	22/30	59/72
Totaal aantal vragen gesteld aan de accountant	7	10	13	30

Tabel 2.17 toont welke vragen aandeelhouders aan de accountant stellen. Het gaat hierbij met name over de plaatsing van de handtekening van de controlerende accountant in het jaarverslag en vragen over interne rapportage, risicobeheersings- en controlesystemen.

Tabel 2.17 | Vragen omtrent rol van de accountant

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Handtekening controlerende accountant in jaarverslag	4	2	3	9
Interne rapportage systeem	3	2	1	6
Interne risicobeheersings- en controle systeem	0	2	2	4
IFRS	0	0	1	1
Waardering activa	0	0	2	2
Overige	0	4	4	8

Tabel 2.18 laat zien dat de Stichting Rechtsbescherming Beleggers met name vragen stelt over de plaatsing van de controlerende accountant in het jaarverslag. De VEB richt haar aandacht vooral op de interne rapportage, risicobeheersings- en controlesystemen. Institutionele beleggers stellen geen vragen aan de externe accountant.

Tabel 2.18 | *Vragen omtrent rol van de accountant per betreffende vereniging/stichting, institutionele belegger*

	VEB	SRB	Particuliere aandeelhouders
Handtekening controlerende accountant in jaarverslag	2	5	2
Interne rapportage systeem	3	0	3
Interne risicobeheersings- en controle systeem	3	0	1
IFRS	1	0	0
Waardering activa	0	1	1
Overige	3	0	5

2.9

Buitengewone aandeelhoudersvergaderingen

Er zijn 10 notulen van BAVA's gedurende de periode 1 september 2004 tot en met 30 juni 2005 toegestuurd. De BAVA notulen zijn afkomstig van 4 AEX, 3 AMX, 2 smallcap fondsen en één buitenlands fonds. Er is één onderneming met 2 BAVA's in deze periode zodat de totale steekproef 9 ondernemingen omvat. Er worden op 2 BAVA's vragen over corporate governance gesteld. Het gaat om best practice bepaling II.2.10 (informatie-inhoud van het verslag over bezoldigingsbeleid) en III.3.4 (maximaal aantal commissariaten per persoon). De vraag aangaande best practice bepaling II.2.10 wordt gesteld door een vertegenwoordiger van een pensioenfonds. Bij een BAVA is de stemrecht van het administratiekantoor beperkt. Gemiddeld worden 2,9 agendapunten op een BAVA besproken. Al deze punten worden aangenomen.

Tabel 2.19 toont het aantal BAVA's bezocht door stichtingen/verenigingen en institutionele beleggers. De gevolmachtigden van buitenlandse beleggers zijn vertegenwoordigd op drie BAVA's. Vertegenwoordigers van de VEB en het administratiekantoor bezoeken ieder twee BAVA's. De pensioenfondsen, VBDO en Stichting Rechtsbescherming Beleggers bezoeken ieder één buitengewone vergadering.

Tabel 2.19 | *Aantal BAVA's bezocht door stichtingen/verenigingen, institutionele beleggers en gevolmachtigden buitenlandse beleggers*

Verenigingen/stichtingen	Aantal
VEB	2
VBDO	1
Stichting Rechtsbescherming Beleggers	1
Deutsche Schutzverein für Wertpapierbesitz	0
Overige (overheid, politieke partijen)	0
Institutionele beleggers	
Pensioenfondsen	1
Beleggingsfondsen	0
Banken/verzekeraars	0
Overige institutionele beleggers	0
(Gevolmachtigden van) buitenlandse beleggers	3
Administratiekantoor	2
Totaal aantal BAVA's	10

Tabel 2.20 toont dat de meeste BAVA's gaan over statutenwijzigingen. Andere veel voorkomende onderwerpen die op de BAVA aan de orde komen zijn (her-)benoeming van een lid van de Raad van Bestuur of Raad van Commissarissen, fusie of overname en herstructurering.

Tabel 2.20 | Onderwerpen besproken tijdens BAVA's

Onderwerp	Aantal
Machtiging inkoop	1
Machtiging uitgifte	1
Uitsluiting voorkeursrecht	1
(Her-) benoeming lid RvC	3
(Her-) benoeming lid RvB	3
Statutenwijziging	6
Kapitaalvermindering	1
Bezoldiging RvB	1
Bezoldigingsbeleid RvB	1
Fusie & overname	3
Herstructurering	3
Overige agendapunten	5
Totaal aantal BAVA's	10

2.10

Navolging best practice bepalingen aangaande AVA's

Aan de hand van de jaarverslagen is nagegaan tot in hoeverre ondernemingen de best practice bepalingen aangaande AVA's navolgen. Tabel 2.21 toont het aantal ondernemingen dat in het jaarverslag heeft vermeld dat van de betreffende best practice bepaling (gedeeltelijk) wordt afgeweken. Best practice bepaling IV.3.1 wordt het minst toegepast. De reden is dat met name kleine fondsen de kosten verbonden aan webcasting te hoog vinden en/of het technisch niet haalbaar achten. Een aantal ondernemingen past deze bepaling gedeeltelijk toe voor zover de analistbijeenkomsten en presentaties door de onderneming zelf zijn georganiseerd.

Er zijn 12 ondernemingen die (gedeeltelijk) afwijken van best practice bepaling IV.1.1. Deze ondernemingen stellen vaak verzwaarde meerderheidseisen. Negen ondernemingen wijken af van bepaling IV.1.2. De meeste van deze fondsen baseert het stemrecht van financieringspreferente aandelen op de nominale waarde en niet op de reële waarde van de kapitaalbreng. Er zijn 2 ondernemingen die afwijken van bepaling IV.3.8. Bij één onderneming wordt gemeld dat de AVA de notulen niet vaststelt. Er zijn eveneens 2 ondernemingen die bepaling V.2.1 niet navolgen. Bij één onderneming wordt gemeld dat aandeelhouders alleen schriftelijk vragen kunnen stellen aan de externe accountant. Deze vragen dienen voorafgaand aan de vergadering te worden ingediend.

Tabel 2.21 | Aantal afwijkingen van best practice bepalingen aangaande AVA's

	Bepaling	AEX	AMX	Small-caps	Totaal
IV.1.1	De algemene vergadering van aandeelhouders van een niet-structuurvennootschap kan een besluit tot het ontnemen van het bindende karakter aan een voordracht tot benoeming van een bestuurder of commissaris en/of een besluit tot ontslag van een bestuurder of commissaris nemen bij volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen.	3	5	3	12
IV.1.2	Het stemrecht op financieringspreferente aandelen wordt gebaseerd op de reële waarde van de kapitaalbreng. Dit geldt in ieder geval bij de uitgifte van financieringspreferente aandelen.	2	4	3	9
IV.1.3	Indien een serieus ondershands bod op een bedrijfsonderdeel of een deelneming waarvan de waarde de in ontwerpartikel 2:107a BW, eerste lid, onderdeel c genoemde grens overschrijdt in de openbaarheid is gebracht, deelt het bestuur van de vennootschap zo spoedig mogelijk zijn standpunt ten aanzien van het bod, alsmede de motivering van dit standpunt, openbaar mede.	0	0	1	1
IV.1.4	Het reservering- en dividendbeleid van de vennootschap (de hoogte en bestemming van reservering, de hoogte van het dividend en de dividendvorm) wordt als apart agendapunt op de algemene vergadering van aandeelhouders behandeld en verantwoord.	0	1	0	1
IV.1.5	Het voorstel tot uitkering van dividend wordt als apart agendapunt op de algemene vergadering van aandeelhouders behandeld.	0	1	1	2

	Bepaling	AEX	AMX	Small-caps	Totaal
IV.1.6	Goedkeuring van het door het bestuur gevoerde beleid (décharge van bestuurders) en goedkeuring van het door de raad van commissarissen uitgeoefende toezicht (décharge van commissarissen) worden afzonderlijk in de algemene vergadering van aandeelhouders in stemming gebracht.	0	0	0	0
IV.1.7	De vennootschap bepaalt een registratiedatum voor de uitoefening van stem- en vergaderrechten.	0	2	4	6
IV.3.1	Analistenbijeenkomsten, analistenpresentaties, presentaties aan (institutionele) beleggers en persconferenties worden vooraf via de website van de vennootschap en persberichten aangekondigd. Alle aandeelhouders kunnen deze bijeenkomsten en presentaties gelijktijdig volgen door middel van webcasting, telefoonlijnen, of anderszins. De presentaties worden na afloop van de bijeenkomsten op de website van de vennootschap geplaatst.	1	4	18	24
IV.3.2	Analistenrapporten en taxaties van analisten worden niet vooraf door de vennootschap beoordeeld, van commentaar voorzien of gecorrigeerd anders dan op feitelijkeheden.	0	0	0	0
IV.3.3	De vennootschap verstrekt geen vergoeding(en) aan partijen voor het verrichten van onderzoek ten behoeve van analistenrapporten, noch voor de vervaardiging of publicatie van analistenrapporten, met uitzondering van credit rating bureaus.	0	0	0	0
IV.3.4	Analistenbijeenkomsten, presentaties aan (institutionele) beleggers en directe besprekingen met deze beleggers, vinden niet plaats kort voor de publicatie van de reguliere financiële informatie (kwartaalcijfers, halfjaarcijfers of jaarcijfers).	0	0	0	0
IV.3.5	Het bestuur en de raad van commissarissen verschaffen de algemene vergadering van aandeelhouders alle verlangde informatie, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. Indien door het bestuur en de raad van commissarissen op een zwaarwichtig belang een beroep wordt gedaan, wordt dit beroep gemotiveerd toegelicht.	0	1	0	1
IV.3.6	De vennootschap plaatst en actualiseert alle informatie die zij krachtens het op haar van toepassing zijnde vennootschapsrecht en effectenrecht dient te publiceren of deponeren, op een afzonderlijk – dat wil zeggen: gescheiden van commerciële informatie van de vennootschap – en als zodanig herkenbaar gedeelte van de website van de vennootschap. De vennootschap kan volstaan met het aanbrengen van een hyperlink naar de website van de instellingen die op grond van wettelijke bepalingen of het beursreglement de betreffende informatie (ook) langs elektronische weg publiceren.	0	0	1	2
IV.3.7	Indien de wet of de statuten van de vennootschap een goedkeuringsrecht algemene vergadering van aandeelhouders verleent (bijvoorbeeld ingrijpende besluiten bedoeld in ontwerpartikel 2:107a BW) of het raad van commissarissen een delegatie van bevoegdheden vraagt uitgifte van aandelen, machtiging tot inkoop van aandelen), lichten raad van commissarissen de algemene vergadering van aandeelhouders van een “aandeelhouderscirculaire” in over alle feiten en omstandigheden zijn voor de te verlenen goedkeuring/delegatie/machtiging. De aandeelhouderscirculaire wordt in ieder geval op de website van de vennootschap geplaatst.	0	0	1	1
IV.3.8	Het verslag van de algemene vergadering van aandeelhouders wordt uiterlijk drie maanden na afloop van de vergadering aan aandeelhouders op verzoek ter beschikking gesteld, waarna aandeelhouders gedurende de daaropvolgende drie maanden de gelegenheid hebben om op het verslag te reageren. Het verslag wordt vervolgens vastgesteld op de wijze die in de statuten is bepaald.	1	0	1	2
IV.3.9	Het bestuur geeft in het jaarverslag een overzicht van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen tegen een overname van zeggenschap over de vennootschap en geeft daarbij aan onder welke omstandigheden deze beschermingsmaatregelen naar verwachting kunnen worden ingezet.	0	0	0	0
V.2.1	De externe accountant kan over zijn verklaring omtrent de getrouwheid van de jaarrekening worden bevraagd door de algemene vergadering van aandeelhouders. De externe accountant woont derhalve deze vergadering bij en is daarin bevoegd het woord te voeren.	0	1	1	2
V.2.3	Het bestuur en de audit-commissie maken ten minste éénmaal in de vier jaar een grondige beoordeling van het functioneren van de externe accountant in de diverse entiteiten en capaciteiten waarin de externe accountant fungeert. De belangrijkste conclusies hiervan worden aan de algemene vergadering van aandeelhouders medegedeeld ten behoeve van de beoordeling van de voordracht tot benoeming van de externe accountant.	0	0	0	0

Tot slot is de navolging van best practice bepaling IV.3.7 in kaart gebracht. Deze bepaling stelt dat het bestuur en de raad van commissarissen de AVA moeten inlichten door middel van een “aandeelhouderscirculaire” indien de wet of de statuten van de vennootschap een goedkeuringsrecht aan de AVA verleent (bijvoorbeeld in geval van

optieregelingen of ingrijpende besluiten bedoeld in ontwerpartikel 2:107a BW) of het bestuur dan wel de raad van commissarissen een delegatie van bevoegdheden vraagt (bijvoorbeeld uitgifte van aandelen, machtiging tot inkoop van aandelen). In deze circulaire staan alle feiten en omstandigheden die relevant zijn voor de te verlenen goedkeuring/delegatie/machtiging en wordt in ieder geval op de website van de vennootschap geplaatst. Tabel 2.22 toont tot in hoeverre deze best practice bepaling wordt nageleefd.

Tabel 2.22 | *Navolging best practice bepaling IV.3.7 betreffende aandeelhouderscirculaires*

	AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
Bepaling niet nageleefd, er is evenmin uitleg gegeven	0	1	35	44
Bepaling niet nageleefd, afwijking van code wordt wel uitgelegd	0	0	3	3
Expliciet want informatie verstrekt (harde informatie)	25	19	52	102

In Tabel 2.22 is in tegenstelling tot de vorige analyses gebruik gemaakt van de jaarverslagen van 150 beursgenoteerde ondernemingen.⁴ De AEX en AMX fondsen leven deze bepaling na en verstrekken hieromtrent expliciete informatie in het jaarverslag. Er zijn 52 smallcaps die de best practice bepaling implementeren. Daartegen zijn er 35 kleine fondsen die de bepaling niet naleven en geen uitleg verschaffen waarom van de bepaling wordt afgeweken. In totaal zijn er 3 ondernemingen die wel uitleg geven.

⁴ De data in deze tabel is verzameld door de onderzoekers van deelonderzoek A. Derhalve wordt verwezen naar de beschrijving van deelonderzoek A van de gebruikte methoden van dataverzameling.

3 | BESCHERMINGSMAATREGELEN

3.1 Inleiding en onderzoeksopzet

Een onderdeel van de Code is bepaling IV.3.9 waarin vennootschappen worden opgeroepen informatie te verschaffen over beschermingsconstructies:

“Het bestuur geeft in het jaarverslag een overzicht van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen tegen een overname van zeggenschap over de vennootschap en geeft daarbij aan onder welke omstandigheden deze beschermingsmaatregelen naar verwachting kunnen worden ingezet.”

In dit hoofdstuk beschrijven wij de rapportage van 150 vennootschappen met betrekking tot bepaling IV.3.9. De data in dit hoofdstuk is verzameld door de onderzoekers van *deelonderzoek A*. Derhalve wordt verwezen naar de beschrijving van *deelonderzoek A* van de gebruikte methoden van dataverzameling. De steekproef bestaat uit 25 AEX fondsen, 20 AMX fondsen, 23 AMS fondsen, 62 overige lokale fondsen, 5 closed-end fondsen en 15 buitenlandse fondsen. Als eerste wordt een beschrijving gegeven van de naleving van de bepaling. Vervolgens wordt een overzicht gegeven van de door de vennootschappen opgegeven maatregelen.

3.2 Nvolging best practice bepaling aangaande beschermingsmaatregelen

Tabel 3.1 geeft voor elk van de onderscheiden groepen fondsen het voorkomen van een drietal mogelijke situaties weer. De eerste mogelijkheid is dat de vennootschap informatie verschaft zoals gevraagd in bepaling IV.3.9. Zoals kan worden verwacht kiest geen enkele van deze vennootschappen ervoor om de bepaling uit te leggen. De tweede mogelijkheid is dat de vennootschap ervoor kiest om de in de bepaling gevraagde informatie niet te verschaffen en hiervoor een uitleg te geven. De derde mogelijkheid is dat de vennootschap geen uitleg in het jaarverslag opneemt, maar ook niet de gevraagde informatie over beschermingsconstructies verschaft.

Tabel 3.1 | Naleving bepaling beschermingsmaatregelen

	AEX	AMX	AMS	Lokaal	Closed-end	Buitenland	Totaal
Overzicht	22	19	16	45	2	2	106
Uitleg	0	0	1	2	1	0	4
Geen overzicht en geen uitleg	3	1	6	15	2	13	39
Totaal	25	20	23	62	5	15	150

Uit Tabel 3.1 blijkt dat 71% (106 vennootschappen) de Code naleeft door het gevraagde overzicht te geven en dat 3% (4 vennootschappen) naleeft door een uitleg te geven. De uitleg betreft in twee gevallen dat de vennootschap geen reden tot toepassing ziet vanwege een grootaandeelhouder of een status als financieel product. Een uitleg omvat het voornemen de bepaling in de toekomst toe te passen. Een vennootschap geeft als uitleg dat zij terughoudendheid gepast acht en ‘...geen sterk geloof aan de werking van beschermingsmaatregelen’ hecht. Tenslotte is het opvallend dat in 26% (39 vennootschappen) van de gevallen geen uitleg wordt gegeven voor het niet toepassen, terwijl ook geen overzicht in het jaarverslag is aangetroffen. De buitenlandse fondsen zijn sterk vertegenwoordigd in deze laatste groep (87% van de buitenlandse fondsen geeft overzicht noch uitleg).

3.3 Overzicht beschermingsmaatregelen

De Nederlandse vennootschappen melden in hun jaarverslagen een scala van beschermingsmaatregelen. Deze beschermingsmaatregelen beïnvloeden de rol van aandeelhouders in de vennootschap. Om deze reden is in deze

paragraaf een overzicht opgenomen van de aantallen maatregelen per vennootschap, alsmede van de gebruikte constructies.

Uit de inventarisatie van de gebruikte constructies komt naar voren dat de volgende maatregelen door vijf of meer vennootschappen worden gebruikt:⁵

- Certificering van aandelen. Een aantal vennootschappen geeft aan dat alle of een deel van de aandelen is gecertificeerd. Een deel van deze groep geeft aan dat een X% regel is toegevoegd die decertificering beperkt.
- Beschermingspreferente aandelen. Een deel van de vennootschappen heeft aan een stichting de optie verstrekt op preferent aandelenkapitaal. In geval van een overnamedreiging kan deze optie worden uitgeoefend, hetgeen de invloed van bestaande aandeelhouders verwatert.
- Prioriteitsaandelen. Bij een deel van de vennootschappen is een beperkt aantal bijzondere aandelen in handen van één aandeelhouder of een selecte groep aandeelhouders, vaak in de vorm van een stichting. Deze bijzondere aandelen hebben specifieke rechten die hiermee aan de andere aandeelhouders worden onthouden, zoals benoemingen, statutenwijzigingen en aandelenemissies.

Een drietal vennootschappen noemt het structuurregime als beschermingsmaatregel, één vennootschap noemt bindende voordrachten en één vennootschap noemt 'dual class shares'. Tabel 3.2 beschrijft het gebruik per type beschermingsmaatregel voor vier categorieën vennootschappen. De buitenlandse en closed-end fondsen zijn niet in een aparte kolom opgenomen vanwege het beperkte aantal waarnemingen; deze fondsen zijn wel in het totaal opgenomen.

Tabel 3.2 | Typen beschermingsmaatregelen

	AEX	AMX	AMS	Lokaal	Totaal
Certificering	0	4	2	9	15
Beschermingspreferente aandelen	13	11	9	26	60
Prioriteitsaandelen	4	6	3	9	24

Tabel 3.2 toont dat 15 vennootschappen aangeven certificering te hebben, als beschermingsmaatregel. Het is opvallend dat certificering vooral bij lokale fondsen voorkomt.⁶ Beschermingspreferente aandelen zijn verreweg de meest gebruikte constructie, 60 van de 106 vennootschappen heeft een optie tot uitgifte van preferente aandelen uitgegeven.⁷ Prioriteitsaandelen zijn door 24 fondsen uitgegeven. De cumulatie van beschermingsmaatregelen is in Tabel 3.3 opgenomen.

Tabel 3.3 | Cumulatie beschermingsmaatregelen

	AEX	AMX	AMS	Lokaal	Totaal
Geen maatregelen	5	3	2	8	19
Één maatregel	11	11	11	26	62
Twee maatregelen	3	5	2	7	17
Drie maatregelen	0	0	0	1	1
Totaal	19	19	15	42	99

⁵ Zie voor een volledig overzicht en juridische kenmerken van de in Nederland toegepaste beschermingsmaatregelen: R.P. Voogd, 1988, 'Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen', Dissertatie Katholieke Universiteit Nijmegen.

⁶ Een nadere beschrijving van certificering is in Hoofdstuk 4 opgenomen.

⁷ Hierbij dient aangetekend te worden dat 39 vennootschappen in hun jaarverslag expliciet melding van de optie maken, 8 vennootschappen verwijzen naar een stichting of vereniging voor preferente aandelen en 13 vennootschappen noemen preferente aandelen als beschermingsmaatregel.

In het overzicht in Tabel 3.3 zijn alleen de certificaten, beschermingspreferente aandelen en prioriteitsaandelen opgenomen. De reden hiervoor is dat deze maatregelen het meest waarschijnlijk door vennootschappen als beschermingsmaatregel worden gemeld. Dit geldt niet voor het structuurregime en de bindende voordracht. In totaal hebben 19 fondsen geen bescherming. Een maatregel is het meest voorkomende, namelijk bij 62 vennootschappen. Twee of drie maatregelen worden aangetroffen bij respectievelijk 17 en 1 vennootschappen.

4 | CERTIFICERING

4.1

Inleiding en onderzoeksopzet

Principe IV.2 van de Code is alleen relevant voor vennootschappen met certificering van aandelen. De Nederlandse vennootschapswetgeving staat certificering als beschermingsmaatregel tegen onvrijwillige overnames toe. In de Code echter is een andere visie op certificering opgenomen:

“Principe IV.2 Certificering van aandelen: Certificering van aandelen is een middel om te voorkomen dat door absenteïsme ter algemene vergadering van aandeelhouders een (toevallige) minderheid van aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. Certificering van aandelen wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel. Het bestuur van het administratiekantoor verleent aan certificaathouders die daarom vragen onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten. De aldus gevormde certificaathouders kunnen het stemrecht naar eigen inzicht uitoefenen. Het bestuur van het administratiekantoor geniet het vertrouwen van de certificaathouders. Certificaathouders hebben de mogelijkheid om kandidaten voor het bestuur van het administratiekantoor aan te bevelen. De vennootschap verstrekt aan het administratiekantoor geen informatie die niet openbaar is gemaakt.”

Bij de brief die in mei 2005 aan 160 Nederlandse beursvennootschappen is verstuurd is een formulier bijgevoegd waarop vennootschappen werd gevraagd aan te geven of gewone of preferente aandelen (deels) zijn gecertificeerd. In geval van certificering is tevens verzocht om relevante documentatie toe te sturen. Een aantal vennootschappen heeft zowel certificering voor gewone als voor preferente aandelen.

Een aantal vennootschappen heeft in de afgelopen maanden bericht over te gaan tot afschaffing van de certificering. Bij nadere bestudering blijkt deze afschaffing twee vormen te kunnen aannemen. De eerste vorm is decertificering, waarbij de certificaathouders hun certificaten van aandelen omwisselen voor aandelen. Door deze omwisseling wordt certificering volledig afgeschaft. Vennootschappen die voor 1 september 2005 zijn overgegaan tot decertificering zijn niet in de analyse opgenomen. De tweede vorm is het afschaffen van de beschermingsfunctie van certificering, waarbij certificaathouders onbeperkte stemvolmachten krijgen. Aangezien deze tweede vorm de certificering in stand houdt, zijn deze vennootschappen wel in de analyse opgenomen.

In totaal hebben wij van 16 administratiekantoren van gewone aandelen en voor 6 kantoren voor preferente aandelen documentatie ontvangen. Helaas heeft een aantal vennootschappen met certificering niet op ons verzoek om informatie gereageerd. Vervolgens hebben wij uit publieke bronnen zo veel mogelijk informatie opgevraagd voor vennootschappen met certificering die niet op onze oproep hebben gereageerd. Dientengevolge zijn in totaal in het onderzoek 24 administratiekantoren van gewone aandelen en 11 kantoren voor preferente aandelen opgenomen. Een viertal vennootschappen heeft zowel certificering voor gewone als voor preferente aandelen.

Opgemerkt dient te worden dat één vennootschap met zowel certificering voor gewone als voor preferente aandelen van mening is dat de Code niet van toepassing is op certificaten die voor de inwerkingtreding van de Code reeds genoteerd zijn. Tevens meent een aantal ondernemingen dat de Code niet van toepassing is op preferente aandelen zonder officiële notering.

4.2

Navolging best practice bepalingen aangaande certificering

In Tabel 4.1 is voor elk van de bepalingen aangegeven hoeveel vennootschappen deze bepaling uitleggen. Hierbij dient aangetekend te worden dat een aantal vennootschappen een toelichting geeft bij het gehele principe en hierbij aangeeft de Code niet toe te passen (twee kantoren voor gewone aandelen en een voor preferente aandelen). Tevens zijn er vennootschappen die expliciet de Code niet van toepassing vinden; door deze reden is er een kantoor voor gewone aandelen en zijn er drie kantoren voor preferente aandelen die niet de Code toepassen,

zonder de bepaling uit te leggen. Tenslotte is de werking van de pas-toe-of-leg-uit regel zodanig dat een vennootschap kan aangeven dat zij alle bepalingen toepast met uitzondering van een lijst met afwijkingen waarvoor een uitleg wordt gegeven. Indien op deze lijst geen bepaling met betrekking tot certificering voorkomt is het niet mogelijk direct te onderscheiden of de vennootschap deze bepalingen toepast of niet van toepassing acht.

Tabel 4.1 | Pas toe of leg uit van bepalingen omtrent certificering

	Bepaling	Uitleg gewone aandelen (totaal 24)	Uitleg preferente aandelen (totaal 11)
IV.2.1	Het bestuur van het administratiekantoor geniet het vertrouwen van de certificaathouders en opereert onafhankelijk van de vennootschap die de certificaten heeft uitgegeven. Deze punten worden expliciet besproken tijdens een vergadering van certificaathouders na inwerkingtreding van deze code. De administratievoorwaarden bepalen in welke gevallen en onder welke voorwaarden certificaathouders het administratiekantoor kunnen verzoeken een vergadering van certificaathouders bijeen te roepen.	8	0
IV.2.2	De bestuurders van het administratiekantoor worden benoemd door het bestuur van het administratiekantoor. De vergadering van certificaathouders kan aan het bestuur van het administratiekantoor personen voor benoeming tot bestuurder aanbevelen. In het bestuur van het administratiekantoor nemen geen (voormalig) bestuurders, (voormalig) commissarissen, werknemers of vaste adviseurs van de vennootschap zitting.	10	1
IV.2.3	Een bestuurder van het administratiekantoor kan maximaal drie maal voor een periode van vier jaar zitting hebben in het bestuur van het administratiekantoor.	5	0
IV.2.4	Het bestuur van het administratiekantoor is aanwezig op de algemene vergadering van aandeelhouders en geeft daarin, desgewenst, een verklaring over zijn voorgenomen stemgedrag.	2	0
IV.2.5	Bij de uitoefening van zijn stemrechten richt het administratiekantoor zich primair naar het belang van de certificaathouders, en houdt het rekening met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.	6	0
IV.2.6	Het administratiekantoor doet periodiek, doch ten minste éénmaal per jaar, verslag van zijn activiteiten. Het verslag wordt in ieder geval op de website van de vennootschap geplaatst.	2	0
IV.2.7	In het onder best practice bepaling IV.2.6 bedoelde verslag wordt ten minste aandacht besteed aan: a) het aantal gecertificeerde aandelen, alsmede een toelichting op wijzigingen daarin; b) de in het boekjaar verrichte werkzaamheden; c) het stemgedrag in de gedurende het boekjaar gehouden algemene vergaderingen van aandeelhouders; d) het door het administratiekantoor vertegenwoordigde percentage van de uitgebrachte stemmen tijdens de in c) bedoelde vergaderingen; e) de bezoldiging van de bestuursleden van het administratiekantoor; f) het aantal gehouden vergaderingen van het bestuur, alsmede de belangrijkste onderwerpen die daarbij aan de orde zijn geweest; g) de kosten van de activiteiten van het administratiekantoor; h) de eventueel door het administratiekantoor ingewonnen externe adviezen; i) de functies van de bestuurders; j) de contactgegevens van het administratiekantoor.	2	0
IV.2.8	Het administratiekantoor verleent aan certificaathouders die daarom vragen zonder enige beperkingen en onder alle omstandigheden stemvolmachten. Iedere certificaathouder kan het administratiekantoor ook een bindende steminstructie geven voor de aandelen die het administratiekantoor voor hem houdt.	11	1

De uitleg die door vennootschappen wordt gegeven is slechts bij hoge uitzondering voorzien van een inhoudelijke motivatie. Over het algemeen wordt volstaan met het noemen van de bepaling en dat de vennootschap deze niet toepast. In geval van een inhoudelijke uitleg wordt handhaving van certificering als beschermingsconstructie genoemd.

In Tabel 4.2 is een overzicht weergegeven van de in dit onderzoek gebruikte documentatie. De documenten omvatten de administratievoorwaarden, de statuten van het administratiekantoor en het verslag van het administratiekantoor, dat in het verslag of op de website van de vennootschap is opgenomen. Indien vennootschappen geen statuten hebben toegestuurd, zijn deze opgevraagd bij de Kamer van Koophandel. De notulen van de vergadering van certificaathouders en de aandeelhoudersvergadering zijn tevens in het onderzoek betrokken.

Tabel 4.2 | Certificering, beschikbaarheid documentatie

	Gewoon (n=24)		Preferent (n=11)	
	Ja	Nee	Ja	Nee
Administratievoorwaarden	17	7	7	4
Statuten AK	22	2	9	2
Verslag AK	23	1	5	6
Notulen VVCH	9	15	4	7
Notulen AVA	15	9	9	2

Voor 18 van 24 vennootschappen met certificering van gewone aandelen is het percentage gecertificeerde aandelen berekend. Het gemiddelde is 85%, waarbij wordt opgemerkt dat 11 waarnemingen boven de 95% zijn.

4.3 Vergadering van certificaathouders

Bepaling IV.2.1 betreft de vergadering van certificaathouders (VVCH). In Tabel 4.3 zijn de kenmerken van deze vergaderingen weergegeven.

Tabel 4.3 | VVCH en administratievoorwaarden

	Gewoon (n=24)		Preferent (n=11)	
	Ja	Nee	Ja	Nee
VVCH gehouden	10		4	
• Vertrouwen	4		0	
• Onafhankelijk	2		0	
Administratievoorwaarden	17	7	7	4
• Voorwaarden bijeenroepen vergadering	8		2	
• Voorwaarden	7 x 10% en 1 x € 25m		1 x 10% en 1 x 2 certifi- caathouders	

In totaal is van 10 (gewone) en 4 (preferente) administratiekantoren achterhaald dat een vergadering van certificaathouders is gehouden. Van één van deze vergaderingen hebben wij geen notulen, omdat alleen een melding van de vergadering in *NRC Handelsblad* is gevonden. In de vergadering van certificaathouders moet volgens de Code expliciet vertrouwen en onafhankelijkheid worden besproken. Vertrouwen wordt bij 4 kantoren voor gewone aandelen besproken en onafhankelijkheid bij 2 kantoren. In één geval leidt handopsteken tot de conclusie dat de vergadering geen vertrouwen in het bestuur heeft. In de overige gevallen vindt eenmaal stemming plaats en tweemaal concludeert de voorzitter dat er vertrouwen is zonder stemming hierover. Over onafhankelijkheid wordt niet gestemd, maar ook hier concludeert de voorzitter dat het bestuur onafhankelijk is. Over onafhankelijkheid dient nog te worden opgemerkt dat veel vennootschappen in hun jaarverslagen een verklaring van onafhankelijk hebben opgenomen voor het administratiekantoor onder verwijzing naar Bijlage X van het fondsreglement. Echter, de onafhankelijkheidseisen in deze bijlage zijn minder strikt dan de voorwaarden in bepaling IV.2.2. van de Code. Bij de vier vergaderingen voor certificaathouders voor preferente aandelen wordt geen expliciete bespreking aangetroffen in de notulen.

In 8 van de 17 administratievoorwaarden bij gewone aandelen en 2 van de 7 bij preferente aandelen is opgenomen dat de certificaathouders het recht hebben een vergadering bijeen te roepen. De voorwaarden zijn 10% van het kapitaal (8 keer), minimaal € 25 miljoen beurswaarde (1 keer) of dat het verzoek door twee certificaathouders wordt ingediend (1 keer).

4.4

Bestuur administratiekantoor

Uit de statuten van het administratiekantoor is de benoemingsprocedure voor bestuurders op te maken. De statuten zijn beschikbaar voor 22 kantoren voor gewone aandelen en 9 kantoren voor preferente aandelen. In Tabel 4.4 zijn de resultaten weergegeven.

Tabel 4.4 | *Bestuur administratiekantoor*

	Gewoon (n=22)		Preferent (n=9)	
	Ja	Nee	Ja	Nee
Bestuurders benoemen bestuur	15	7	3	6
VVCH heeft aanbevelingsrecht	11	11	3	6
Uitgesloten van bestuur	16	6	5	4
Maximaal 3 x 4 jaar	11	11	4	5
Bestuur is aanwezig op AVA en geeft desgewenst verklaring over stemgedrag	2	20	1	8

In totaal wordt bij 15 van de 22 (3 van de 6) kantoren voor gewone (preferente) aandelen het bestuur door het bestuur benoemd. De overige kantoren hebben bestuurders die allen of deels door de Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen of vergadering van certificaathouders worden benoemd. Het aanbevelingsrecht is vermeld in 14 statuten. Hierbij is het interessant om te vermelden dat in de notulen van de vergaderingen van certificaathouders waarbij de certificaathouders het recht tot voordracht hebben eenmaal een persoon is voorgesteld voor een functie als bestuurder, maar dat de voorzitter tijdens de vergadering concludeert dat deze persoon niet in overweging wordt genomen.

Bepaling IV.2.2 sluit een aantal functionarissen uit als bestuurder van het administratiekantoor. Deze uitsluitingen zijn in 21e statuten overgenomen..

De maximale termijn in bepaling IV.2.3 van 4 jaar met drie benoemingen wordt bij 11 gewone aandelen en 4 preferente aandelen niet overgenomen. Over het algemeen is wel sprake van termijnen van 4 jaar, maar is geen maximum voor het aantal herbenoemingen opgenomen. Eén administratiekantoor staat slechts één herbenoeming toe, voor het bestuurslid dat is benoemd voor de Raad van Bestuur na goedkeuring van de Raad van Commissarissen.

Volgens bepaling IV.2.4 is het administratiekantoor aanwezig op de aandeelhoudersvergadering en geeft desgewenst een verklaring over het voorgenomen stemgedrag. Bij drie kantoren is deze bepaling geformaliseerd in de statuten. Uiteraard vormt deze formalisering de ondergrens van de toepassing van deze bepaling. In Tabel 4.7 wordt weergegeven in welke mate kantoren werkelijk de vergadering bezoeken.

4.5

Belang certificaathouder

Bepaling IV.2.5 stelt dat bij de uitoefening van zijn stemrechten het administratiekantoor zich primair richt naar het belang van de certificaathouders, en rekening houdt met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Bepaling IV.2.8 stelt dat zonder enige beperkingen en onder alle omstandigheden stemvolmachten worden verleend en dat certificaathouders bindende steminstructies kunnen geven. In Tabel 4.5 is voor de 17 plus 7 beschikbare administratievoorwaarden onderzocht of de kantoren aan deze bepaling voldoen.

Tabel 4.5 | *Belang certificaathouder en onvoorwaardelijke volmacht*

	Gewoon (n=17)		Preferent (n=7)	
	Ja	Nee	Ja	Nee
Bij uitoefening van stemrecht richt AK zich primair naar belang van certificaathouders	6	10	1	5
Stemvolmacht zonder beperking	6	10	2	2
Bindende steminstructie	4	3	1	0

Uit de administratievoorwaarden blijkt dat in totaal 6 kantoren voor gewone aandelen en 1 kantoor voor preferente aandelen zich expliciet primair richten naar het belang van de certificaathouders. Bij 15 kantoren wordt expliciet geconstateerd dat het belang van vennootschap prevaleert. In dit laatste geval wordt of alleen het belang van de vennootschap genoemd, of wordt het belang van certificaathouders genoemd aangevuld met een tekst als 'tenzij naar het oordeel van het bestuur het belang van de vennootschap dient te prevaleren'. Opgemerkt dient te worden dat de statuten in enkele gevallen ook inzicht geven in de belangenbehartiging: bij 2 niet in Tabel 4.5 opgenomen kantoren wordt niet primair het belang van de certificaathouder behartigd en bij één kantoor wel. Bij de administratiekantoren met gewone aandelen worden bij 6 kantoren stemvolmachten zonder beperking afgegeven is bij 4 kantoren een bindende steminstructie mogelijk. Deze kantoren hebben allen als uitgangspunt dat zij zich primair richten naar het belang van de aandeelhouders. Bij de administratiekantoren voor preferente aandelen worden bij 2 kantoren stemvolmachten zonder beperking afgegeven is bij één kantoor een bindende steminstructie mogelijk. Bij deze groep heeft het enige kantoor dat zich primair naar het belang van de certificaathouders richt onbeperkte stemvolmachten. Een ander kantoor heeft onbeperkte stemvolmachten en bindende steminstructie.

4.6

Verslag administratiekantoor

Bepalingen IV.2.6 en IV.2.7 betreffen het verslag van het administratiekantoor. In Tabel 4.6 is weergegeven hoeveel kantoren een dergelijk verslag publiceren en wat de inhoud van het verslag is.

Tabel 4.6 | *Verslag administratiekantoor*

	Gewoon (n=23)		Preferent (n=4)	
	Ja	Nee	Ja	Nee
a) Aantal gecertificeerde aandelen	22	1	4	0
Wijzigingen	16	7	4	0
b) Werkzaamheden	21	2	4	0
c) Stemgedrag tijdens Ava's	19	4	4	0
d) % stemmen van AK	21	2	3	1
e) Bezoldiging bestuur AK	19	4	3	1
f) Aantal vergaderingen bestuur AK	21	2	4	0
Belangrijkste onderwerpen	22	1	4	0
g) Kosten AK	13	10	1	3
h) Eventueel ingewonnen externe adviezen	5	18	0	4
i) Functies bestuurders	12	11	2	2
j) Contactgegevens	13	10	1	3

In totaal hebben 23 van de 24 administratiekantoren voor gewone aandelen een verslag gepubliceerd, terwijl bij de preferente aandelen slechts 4 van de 11 rapporteren. Over het algemeen voldoen de rapporten redelijk aan de letterlijke eisen van de Code. Echter, in een aantal gevallen biedt de rapportage geen werkelijk inzicht. Bijvoorbeeld de werkzaamheden van het kantoor worden door 25 van de 27 kantoren weergegeven. Bij nadere lezing treffen we

veel formuleringen aan als: 'Het bestuur is in vergadering bijeengekomen.' en 'werkzaamheden die zijn verbonden aan administratie...'. Het gemiddelde percentage stemmen dat tijdens de aandeelhoudersvergadering door het administratiekantoor wordt uitgebracht 72% bij gewone aandelen en 41% bij preferente aandelen.

Het is opvallend dat slechts 5 verslagen eventuele externe adviezen vermelden. Hierbij dient te worden aangegeven dat de afwezigheid van een dergelijke melding kan impliceren dat geen externe adviezen zijn ingewonnen.

Bij 12 (gewone) en 2 (preferente) kantoren zijn de functies van de bestuurder opgenomen. Uit een vergelijking met de voorwaarden in bepaling IV.2.2 blijkt dat bij vier kantoren voor gewone aandelen personen in het bestuur aanwezig zijn die tevens deel uitmaken van de Raad van Commissarissen (drie keer de voorzitter en een keer twee leden van de Raad van Commissarissen). Overigens hebben twee van deze vier vennootschappen in hun jaarverslag de afwijking van de Code uitgelegd. Voor de goede orde vermelden wij dat in deze analyse niet de 21 kantoren zijn betrokken waarvoor geen functies van de bestuurders beschikbaar zijn.

4.7 Administratiekantoor en AVA

Voor respectievelijk 15 en 9 administratiekantoren van gewone en preferente aandelen hebben wij de notulen van de AVA ingezien. Tabel 4.7 beschrijft de resultaten.

Tabel 4.7 | Vergadering van aandeelhouders

	Gewoon (n=15)		Preferent (n=9)	
	Ja	Nee	Ja	Nee
Administratiekantoor is aanwezig op AVA	14	1	6	3
Administratiekantoor geeft verklaring over stemgedrag op AVA	2	13	2	7
Administratiekantoor stelt vragen op AVA	6	9	0	9

Bij respectievelijk 14 en 6 vergaderingen hebben wij kunnen constateren uit de notulen dat het administratiekantoor aanwezig is geweest. Het is mogelijk dat de aanwezigheid van een kantoor niet uit de notulen blijkt. Vier administratiekantoren hebben een verklaring gegeven over hun stemgedrag. De Code stelt dat een dergelijke verklaring 'desgewenst' plaatsvindt. In totaal is in zes vergaderingen door het administratiekantoor een aantal inhoudelijke vragen gesteld. In het stemgedrag van het administratiekantoor hebben wij geen tegenstemmen geconstateerd, met uitzondering van een geval waarin het kantoor tegen de opheffing van de door hen geadministreerde preferente aandelen stemde.

5 | DE ROL VAN INSTITUTIONELE BELEGGER

5.1 Inleiding en onderzoeksopzet

De verantwoordelijkheid van institutionele beleggers is vastgelegd in de code (principe IV.4). Uitgangspunt van dit principe is dat institutionele beleggers (primair) zorgvuldig en op transparante wijze gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen en dienovereenkomstig handelen in het belang van en verantwoording afleggen aan begunstigen of beleggers. Indien nodig, zijn institutionele beleggers bereid om een dialoog met de vennootschap aan te gaan, bijvoorbeeld wanneer zij de uitleg van de vennootschap ten aanzien van een afwijking van een best practice bepaling uit deze code niet aanvaarden.

Voorafgaand aan dit deel van rapportage moet worden opgemerkt dat de Nederlandse institutionele aandeelhouders qua aandelenbezit in Nederlandse beursvennootschappen een relatief bescheiden groep vormen. Gerelateerd aan dit belang is de invloed in deze vennootschappen derhalve gelimiteerd.⁸

In dit hoofdstuk zal nader worden ingegaan op de rol die institutionele beleggers spelen. Daarbij zal aandacht worden besteed aan de volgende aspecten:

- in hoeverre de institutionele beleggers de bij principe IV.4 behorende best practice bepalingen volgen (compliance);
- een nadere analyse en classificatie van de onderdelen van het uiteengezette beleid;
- een nadere analyse van de classificatie van onderdelen van de uitvoering van het beleid;
- het stemgedrag; alsmede
- een vergelijking van de verslagen zoals door de institutionele beleggers gedaan op hun websites/ in hun jaarverslagen en de notulen van de (B)AVA's.

In paragraaf 5.2 zal de selectie van de gehanteerde steekproef worden toegelicht. Voor de instituten in deze steekproef is een analyse gemaakt van beschikbare documentatie op de websites van de instellingen.

5.2 Samenstelling onderzoekspopulatie

In totaal werden voor dit deel van het onderzoek 20 institutionele beleggers geselecteerd. De steekproef van institutionele beleggers is zodanig samengesteld dat een drietal categorieën is vertegenwoordigd, te weten pensioenfondsen, banken/verzekeraars en beleggingsfondsen. Een tweede criterium waarmee rekening is gehouden bij de samenstelling van de steekproef is de omvang. De uiteindelijke steekproef is op te splitsen in een groep grote en een groep kleine institutionele beleggers. Daarbij is het geïnvesteerde vermogen als selectiecriterium gehanteerd. Dit heeft ertoe geleid dat uiteindelijk 10 grote en 10 kleine institutionele beleggers worden onderscheiden. De resultaten van de analyse zullen, voor zover relevant, worden uitgesplitst naar de hierboven weergegeven categorieën.

Tevens is het van belang erop te wijzen dat de analyse in dit hoofdstuk afwijkend is van de analyse zoals in het voorgaande deel van dit rapport gepresenteerd. Ter verduidelijking, in dit hoofdstuk wordt enkel gebruik gemaakt van de informatie zoals die door de institutionele beleggers zelf wordt verstrekt in hun jaarverslag of op hun website. Dit heeft onder meer tot gevolg dat de analyse van het stemgedrag niet direct vergelijkbaar is met de resultaten zoals gepresenteerd in Hoofdstuk 2. Verschillen tussen beide analyses zijn er voor wat betreft het aantal AVA's waar stemmen zijn uitgebracht en de samenstelling van de AVA's waar institutionele beleggers hun

⁸ *Het Handboek Nederlandse Beursfondsen (uitgegeven door Het Financieel Dagblad) biedt een overzicht van het aandelenbezit in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen door institutionele en overige aandeelhouders.*

stem hebben uitgebracht. Bij de interpretatie van de resultaten en een vergelijking van dient hiermee rekening te worden gehouden.

In Tabel 5.1 wordt een overzicht gegeven van de institutionele beleggers die deel uit maken van de analyse. Daarbij wordt tevens een onderverdeling gemaakt naar de categorieën pensioenfondsen, banken/verzekeraars en overige (vermogensbeheerders en beleggingsfondsen) alsmede grote en kleine institutionele beleggers.

Tabel 5.1 | Samenstelling steekproef institutionele beleggers

Pensioenfondsen (9)	Groot (10)
ABP	ABP
PGGM	PGGM
BPMT (pensioenfonds kleinmetaal)	ABN AMRO
KLM pensioenfonds Blue Sky Group	Achmea
Pensioenfonds voor de grafische bedrijven (PGB)	Aegon
PME (pensioenfonds grootmetaal)	Delta Lloyd
Shell Pensioenfonds	Fortis
SPF	ING
Unilever Pensioenfonds Progress	Robeco
	Interpolis
Banken/verzekeraars (7)	Klein (10)
ABN AMRO	BPMT
Achmea	KLM
Aegon	PGB
Delta Lloyd	PME
Fortis	Shell
ING	Progress
Interpolis	Orange Fund
	Teslin
Overige (4)	HAL Investment
Robeco	SPF
Orange Funds	
Teslin	
Hal Investments	

5.3

Naleving van de best practice bepalingen aangaande institutionele beleggers

Uitgangspunt voor onze analyse vormt hetgeen in hoofdstuk IV van de corporate governance code wordt vermeld ten aanzien van de rol van institutionele beleggers. Principe IV.4 gaat in op de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers: *“Institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers en hebben een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen. Institutionele beleggers zijn bereid om een dialoog met de vennootschap aan te gaan, wanneer zij de uitleg van de vennootschap ten aanzien van een afwijking van een best practice bepaling uit deze code niet aanvaarden. Uitgangspunt daarbij is de erkenning dat corporate governance een kwestie van maatwerk is en dat afwijkingen van individuele bepalingen door een vennootschap zeer wel gerechtvaardigd kunnen zijn.”* Vervolgens is dit principe uitgewerkt in de volgende best practice bepalingen:

- *“IV.4.1. Institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars, beleggings-instellingen, vermogensbeheerders) publiceren jaarlijks in ieder geval op hun website hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursgenoteerde vennootschappen.*

- IV.4.2 *Institutionele beleggers doen jaarlijks op hun website en/of in hun jaarverslag verslag van de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht in het betreffende boekjaar.*
- IV.4.3 *Institutionele beleggers brengen ten minste éénmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op de algemene vergaderingen van aandeelhouders.”*

In dit onderzoek is nagegaan hoeveel van de geselecteerde institutionele beleggers deze bepalingen thans toepassen. In Tabel 5.2 worden de resultaten gepresenteerd. Zestig procent van de institutionele beleggers past best practice bepaling IV.4.1 toe. Procentueel is de naleving bij de pensioenfondsen en banken/verzekeraars nagenoeg gelijk, terwijl bij de beleggingsfondsen 3 van de 4 de code ten aanzien van dit punt toepassen. De naleving van best practice bepaling IV.4.2 is beduidend lager, bij 6 van de 20 institutionele beleggers werd een verslag aangetroffen over de uitvoering van het stembeleid. Tenslotte laat Tabel 5.3 zien dat de naleving van best practice bepaling IV.4.3 op 55% uitkomt. De categorie overige scoort relatief gezien beter dan de pensioenfondsen en banken/verzekeraars.

Naast de driedeling pensioenfondsen, banken/verzekeraars en overige is ook een uitsplitsing gemaakt naar grootte. Tabel 5.3 geeft de resultaten weer. De naleving ten aanzien van best practice bepalingen IV.4.1 en IV.4.3 blijkt hoger te zijn bij de grote beleggers, dit geldt echter niet voor best practice bepaling IV.4.2. In totaal 8 institutionele beleggers passen geen van de drie best practice bepalingen toe.

Tabel 5.2 | *Naleving best practice bepalingen institutionele beleggers, uitgesplitst naar pensioenfondsen, banken/verzekeraars en overige*

Bepaling	Onderwerp	Pensioenfondsen (9)	Banken/Verzekeraars (7)	Overige (4)	Totaal (20)
IV.4.1	Jaarlijkse publicatie op website van het beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht	5 (56%)	4 (57%)	3 (75%)	12 (60%)
IV.4.2	Jaarlijks verslag op website en/of jaarverslag van de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht	3 (33%)	2 (29%)	2 (50%)	6 (30%)
IV.4.3	Ten minste éénmaal per kwartaal op website verslag van stemgedrag	4 (44%)	4 (57%)	3 (75%)	11 (55%)

Tabel 5.3 | *Naleving best practice bepalingen institutionele beleggers, uitgesplitst naar omvang*

Bepaling	Onderwerp	Groot (10)	Klein (10)	Totaal (20)
IV.4.1	Jaarlijkse publicatie op website van het beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht	7 (70%)	5 (50%)	12 (60%)
IV.4.2	Jaarlijks verslag op website en/of jaarverslag van de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht	3 (30%)	4 (40%)	6 (30%)
IV.4.3	Ten minste éénmaal per kwartaal op website verslag van stemgedrag	7 (70%)	4 (40%)	11 (55%)

Bij de resultaten in de tabel wordt de volgende kanttekening geplaatst. De informatie zoals door institutionele beleggers thans weergegeven is in een aantal gevallen niet eenduidig te classificeren op basis van de betreffende best practice bepalingen. Zo wordt niet altijd duidelijk onderscheid gemaakt tussen algemeen stembeleid en het gevoerde stembeleid. Ook is het onderscheid tussen best practice bepaling IV.4.2 en IV.4.3 niet altijd duidelijk. Een laatste voorbeeld betreft de informatie inzake de verslagen over het stemgedrag (IV.4.3). In plaats van kwartaalverslagen wordt ervoor gekozen de verslagen van het stemgedrag op de website te plaatsen (binnen een bepaalde termijn) na afloop van de AVA. Geconcludeerd wordt dat het in de tabel geschetste beeld wellicht een negatiever beeld schetst dan de werkelijkheid is. Redenen zijn dat de wijze van verslag niet duidelijk aansluit bij de drie best practice bepalingen en de geringe uniformiteit in de wijze waarop institutionele beleggers verslag doen van hun activiteiten (waarbij voor dit onderzoek de best practice bepalingen het uitgangspunt vormen). Dit geldt ook ten

aanzien van de plaats waar dergelijke informatie op de website is terug te vinden, hetgeen de toegankelijkheid van de informatie niet ten goede komt.

5.4 Classificatie onderdelen beleid

In deze paragraaf zal aandacht worden besteed aan de onderdelen van het beleid dat institutionele beleggers openbaar maken ten aanzien van hun stembeleid. Daartoe heeft een inventarisatie plaatsgevonden van de uitgangspunten van het beleid, voor zover deze worden vermeld in op de website of in het jaarverslag.

Zoals uit Tabel 5.2 valt af te leiden is bij twaalf institutionele beleggers informatie te vinden over het beleid ten aanzien van het uitoefenen van stemrecht en de daarbij gehanteerde uitgangspunten. Bij het meeste institutionele beleggers wordt een onderscheid aangebracht tussen stemgedrag en aanwezigheid. Wij zullen deze indeling ook hanteren voor de beschrijving van het gevoerde beleid.

5.4.1 Stemgedrag

Vrijwel alle institutionele beleggers die informatie verstrekken over de uitgangspunten van het algemene stembeleid refereren aan een zelf ontwikkelde corporate governance code (10 van de 12). De leidende beginselen die daarbij genoemd worden zijn (lange termijn) waardecreatie, vermindering van risico's en verhoging van het rendement, aandeelhouderswaardecreatie en goede corporate governance leidt tot beter rendement. In de kern vertonen deze grote gelijkenis, het rendement staat centraal.

De Nederlandse corporate governance code wordt bij allen als uitgangspunt gehanteerd bij het bepalen van het stemgedrag. Daarnaast wordt in een aantal gevallen gebruik gemaakt van de principes zoals verwoord in het handboek SCGOP (Stichting Corporate Governance Onderzoek Pensioenfondsen) en de principes van het ICGN Internationale Corporate Governance Network). Ook wordt een maal verwezen naar de herziene corporate governance principes van de OECD.

Tabel 5.4 | *Uitgangspunten/principes toegepast bij uitoefenen stemrecht*

Onderwerp	Aantal
Naleving Code	10
Rechten die toebehoren aan AVA/beschermingsconstructies/ 'one share one vote'	8
Lange termijn waardecreatie	7
Beloningsbeleid	6
RvB (kwaliteit, transparantie, structuur)	6
RvC (kwaliteit, onafhankelijkheid)	6
Good corporate citizenship/positie onderneming samenleving	5
Principes International Corporate Governance Network (ICGN)	3
Stakeholder benadering	3
Gelijke informatie voor iedereen beschikbaar	3
(Financiële) Verslaglegging	2
Stemrecht bij volmacht / Invoering registratiedatum	2
Goedkeuring door AVA van belangrijke wijziging/ident. Bedrijf	1
Beperking emissiebevoegdheid	1
Rol externe accountants	1

Op basis van de voorhanden zijnde informatie blijkt dat alle ondernemingen gebruik maken van hun stemrecht. De mate waarin verschilt echter. Drie beleggers geven aan alleen onder bepaalde omstandigheden hun stemrecht uit te oefenen. Dit wordt bepaald door de omvang van het belang (>5%) aandelenbezit, de omvang van de participatie in relatie tot het totale geïnvesteerde vermogen, het in bruikleen geven van aandelen in de portefeuille (securities lending) en (niet nader omschreven) omstandigheden die aanleiding geven van het stemrecht gebruik

te maken. Bij de overige negen (van de 12) wordt vermeld dat zij als uitgangspunt hanteren gebruik te maken van het stemrecht dat bij de aandelen behoort. Bij vier ondernemingen wordt aangegeven dat indien het uitoefenen van stemrecht gepaard gaat met hoge kosten alsnog hiervan wordt afgezien. Ook wordt drie maal genoemd dat in het geval van mogelijke belangenconflicten afgeweken wordt van de het beleid om stemmen uit te brengen. Vervolgens is nagegaan welke specifieke criteria worden gehanteerd bij het uitoefenen van het stemrecht. In Tabel 5.4 is een overzicht opgenomen van de vermelde criteria.

De naleving van de Code is het criterium dat het meest wordt genoemd, gevolgd door de rechten die aan de aandeelhouders en de AVA, zeggenschapsbeperking en beschermingsconstructies. Andere belangrijke criteria zijn de lange termijn waardecreatie, kwaliteit, transparantie, structuur van bestuurders, kwaliteit en onafhankelijkheid van commissarissen en goede corporate citizenship ofwel maatschappelijk verantwoord ondernemen. Veel van de expliciet genoemde punten zijn te herleiden naar de principes en best practice bepalingen van de Code.

5.4.2 Aanwezigheid

Het uitoefenen van het stemrecht kan geschieden doordat men zelf aanwezig is op de AVA, dan wel door via een volmacht te stemmen (Proxy voting, Stichting Communicatiekanaal). Een drietal pensioenfondsen vermeldt expliciet dat zij zich tot doel stellen (een selectie van) Nederlandse AVA's te bezoeken en door middel van een actieve dialoog met de onderneming hun stembeleid ten uitvoer te brengen. Zij verstrekken vervolgens ook informatie over welke AVA zijn bezocht, welke vragen werden gesteld en hoe werd gestemd. In het vervolg van dit hoofdstuk zal nog uitvoeriger worden ingegaan op deze aspecten, gebaseerd op de verslagen die zij publiceren op hun website. Van de overige (9) institutionele beleggers ontbreekt specifieke informatie over hun aanwezigheid. Uit de algemene uitgangspunten die worden vermeld kan het volgende worden afgeleid. Drie institutionele beleggers stellen dat hun aanwezigheid afhankelijk is van omstandigheden. Eveneens drie geven aan op afstand te stemmen en de drie resterende institutionele beleggers zullen de AVA bezoeken, afhankelijk van de omvang hun belang.

Bij de uitoefening van de stemrechten op afstand kan naast de Stichting Communicatiekanaal ook gebruik worden gemaakt van diensten van derden. Dit zijn gespecialiseerde bedrijven die zowel stemadvies kunnen geven als ook de volmachten van de, in dit geval, institutionele beleggers uitoefenen. Genoemde bedrijven spelen in toenemende mate een belangrijke rol bij de uitoefening van het stembeleid.

5.5

Activisme van institutionele beleggers

In deze paragraaf zal nader worden ingegaan op de activiteiten van de institutionele beleggers. Daarbij is gebruik gemaakt van de informatie zoals die door ondernemingen op hun website is verstrekt. Het merendeel van de informatie is afkomstig van de verslagen over AVA's die door een aantal pensioenfondsen is opgesteld en gepubliceerd. De informatie is afkomstig van de websites van een drietal pensioenfondsen. Zij bezochten in totaal 19 AVA's. Het betrof 15 maal een AEX fonds en 4 maal een AMX fonds. Bij 13 AEX fondsen werden vervolgens ook vragen gesteld, voor AMX was dit drie maal het geval. De analyse heeft betrekking op de activiteiten van de institutionele beleggers bij Nederlandse beursfondsen.

5.5.1 Aantal vragen en aard van de gestelde vragen

Vervolgens is geïnventariseerd welke vragen zijn gesteld over corporate governance gerelateerde onderwerpen. Voor deze analyse is gebruik gemaakt van de informatie die is verstrekt door drie institutionele beleggers op hun website. De informatie is alleen aangetroffen bij de drie reeds gememoreerde pensioenfondsen. Tabel 5.5 toont de principes uit de Code waar gedurende de vergadering ten minste één vraag over wordt gesteld. De meeste vragen (16) worden gesteld over principe II.2 (Bezoldiging RvB) en in het bijzonder de gehanteerde prestatiecriteria. Andere regelmatig besproken onderwerpen zijn naleving en handhaving van de code (principe I), de bevoegdheden van de AVA (principe IV.1) en certificering van aandelen (principe IV.2). Tenslotte is er ook nog aandacht voor overige corporate governance vragen.

Tabel 5.5 | *Principes uit de code waar gedurende de vergadering in 2005 ten minste één vraag over wordt gesteld*

Principe	Onderwerp	Aantal vergaderingen waarin vragen de bepaling uit de code worden gesteld		
		AEX	AMX	Totaal
I	Naleving en handhaving van de code	5	1	6
II.1	Taak en werkwijze bestuur	1	0	1
II.2	Bezoldiging RvB	13	3	16
III.2	Onafhankelijkheid RvC	3	0	3
III.3	Deskundigheid en samenstelling RvC	2	0	2
III.4	Rol van de voorzitter van de raad van commissarissen en de secretaris van de vennootschap	1	0	1
III.8	One-tier bestuursstructuur	3	0	3
IV.1	Bevoegdheden AVA	4	1	5
IV.2	Certificering van aandelen	5	0	5
IV.4	Verantwoordelijkheid institutionele beleggers	3	0	3
n.v.t.	Beschermingsconstructies (anders dan certificering)	3	0	3
n.v.t.	Overige corporate governance vragen	5	1	6

In Tabel 5.6 worden de corporate governance vragen onderverdeeld naar best practice bepaling. Het is niet altijd mogelijk om een vraag aan een specifieke best practice bepaling te koppelen. De best practice bepaling die in de meeste AVAs vragen oproept is best practice bepaling II.2.10 terzake de informatie inhoud van het verslag over het bezoldigingsbeleid van de bestuurders. Verder zijn in meerdere AVAs vragen gesteld over best practice bepaling I.2 (agenderen wijzigingen in de corporate governance structuur worden aan AVA voorgelegd), II.2.11 (bekendmaking elementen nieuwe contract bestuurder), IV.2.1 (bestuur administratiekantoor geniet vertrouwen certificaathouders) en IV.2.2 (benoeming bestuur administratiekantoor).

Tabel 5.6 | *Aantal vragen uitgesplitst per best practice bepaling*

Principe	Onderwerp	Aantal vergaderingen waarin vragen over bepalingen uit de code worden gesteld		
		AEX	AMX	Totaal
I.2	Agenderen wijzigingen in de corporate governance structuur worden aan AVA voorgelegd	5	1	6
II.1.1	Bestuurder wordt benoemd voor maximaal 4 jaar	1	0	1
II.2.3	Toekennen aandelen zonder financiële tegenprestaties	1	0	1
II.2.7	Maximale ontslagvergoeding bij onvrijwillig ontslag	1	0	1
II.2.10	Informatieinhoud van het verslag over bezoldigingsbeleid	10	3	13
II.2.11	Bekendmaking elementen contract van nieuwe bestuurder	2	0	2
III.2.1	Commissarissen zijn onafhankelijk	1	0	1
III.2.2	Onafhankelijkscriteria RvC	1	0	1
III.3.4	Maximaal aantal commissariaten per persoon	1	0	1
III.3.5	Maximaal drie zittingstermijnen van 4 jaar in RvC	1	0	1
III.4.2	Voorzitter RvC is geen voormalige bestuurder	1	0	1
III.8.1	Voorzitter RvC is niet belast (geweest) met dagelijkse gang van zaken	1	0	1
III.8.4	Bestuur bestaat voor meerderheid uit leden die niet met dagelijkse gang van zaken zijn belast	1	0	1
IV.1.1	Volstreekte meerderheid AVA kan bindend karakter aan benoeming/ ontslag ontnemen bij niet-structuur vennootschappen	1	0	1
IV.1.2	Stemrecht preferente aandelen gebaseerd op kapitaalbreng	0	1	1
IV.1.4	Reservering- en dividendbeleid als apart agendapunt	1	0	1
IV.2.1	Bestuur administratiekantoor geniet vertrouwen certificaathouders	2	0	2
IV.2.2	Benoeming bestuur administratiekantoor	2	0	2

5.5.2 Stemgedrag op de AVA

Evenals in Hoofdstuk 2 is het stemgedrag geanalyseerd, dit maal betreft een analyse van de institutionele beleggers die is gebaseerd op de door hen zelf verstrekte informatie. De informatie is afkomstig uit verslagen van de AVA's, kwartaalverslagen over stemgedrag alsmede verwijzingen naar websites van organisaties die namens de institutionele beleggers hebben gestemd. Al deze informatie is geaggregeerd om tot het navolgende beeld te komen.

Tabel 5.7 toont dat het gemiddelde aantal punten waarover door de institutionele beleggers wordt gestemd bedraagt 11,38. Het totaal aantal agendapunten komt uit op 808. Het aantal agendapunten met tegenstemmen door ten minste één aandeelhouder bedraagt 58.

Tabel 5.7 | Aantal agendapunten met stemming

	PF	B/V	Overige	Totaal
Gemiddelde	11.83	11.84	11.76	11.38
Mediaan	12	12	12	11
Aantal agendapunten met stemming	284	533	482	808
Aantal met tegenstemmen	26	25	13	58
Aantal ondernemingen	24	45	41	71

Tabel 5.8 toont een overzicht van het stemgedrag met betrekking tot individuele agendapunten. Hierbij is gekeken naar het aantal ondernemingen dat het betreffende punt op de agenda van de vergadering heeft geplaatst. Tevens wordt gekeken naar het percentage van de desbetreffende agendapunten dat tijdens de vergadering tegenstemmen van één of meerdere aandeelhouders krijgt. De machtiging van de Raad van Bestuur tot uitgifte van aandelen en uitsluiting van het voorkeursrecht ontvangen de meeste tegenstemmen. (Her-)benoemingen van leden van de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen roepen ook vaak tegenstemmen op. De voorstellen omtrent de bezoldiging van het bestuur, het bezoldigingsbeleid als ook het dividendbeleid ontvangen eveneens regelmatig tegenstemmen.

Daarnaast valt op dat de pensioenfondsen verantwoordelijk zijn voor de meeste tegenstemmen. Alleen bij het agendapunt machtiging uitgifte zijn het de banken en verzekeraars die de meeste tegenstemmen hebben uitgebracht.

Tabel 5.8 | Percentage voorstellen met tegenstemmen

	PF	B/V	Overige	Totaal
Vaststelling/goedkeuring jaarrekening				
Aantal agendapunten	23	45	40	71
Percentage met tegenstemmen	0	0	0	0
Vaststelling dividend				
Aantal agendapunten	21	35	35	62
Percentage met tegenstemmen	9.52	0.00	0.00	3.23
Vaststelling dividendbeleid				
Aantal agendapunten	4	7	14	18
Percentage met tegenstemmen	0	0	0	0
Verlening décharge RvB				
Aantal agendapunten	23	44	40	70
Percentage met tegenstemmen	4.35	2.27	0.00	2.86
Verlening décharge RvC				
Aantal agendapunten	22	43	38	68
Percentage met tegenstemmen	4.55	2.33	0.00	2.94

vervolg z.o.z.

vervolg tabel 5.8

	PF	B/V	Overige	Totaal
Machtiging inkoop				
Aantal agendapunten	16	41	37	59
Percentage met tegenstemmen	0.00	0.00	0.00	0.00
Machtiging uitgifte				
Aantal agendapunten	17	39	32	53
Percentage met tegenstemmen	11.76	30.77	15.63	28.30
Uitsluiting voorkeursrecht				
Aantal agendapunten	9	24	14	29
Percentage met tegenstemmen	0	0	0	0
(Her-) benoeming lid RvC				
Aantal benoemingen	54	78	70	105
Percentage met tegenstemmen	11.11	0.00	0.00	5.71
(Her-) benoeming lid RvB				
Aantal benoemingen	17	22	17	27
Percentage met tegenstemmen	0.00	0.00	0.00	0
(Her-) benoeming accountant				
Aantal agendapunten	11	22	22	38
Percentage met tegenstemmen	0.00	0.00	0.00	0
Statutenwijziging				
Aantal agendapunten	13	32	34	52
Percentage met tegenstemmen	15.38	3.13	5.88	7.69
Kapitaalvermindering				
Aantal agendapunten	3	7	5	8
Percentage met tegenstemmen	33.33	14.29	0.00	25.00
Bezoldiging RvB				
Aantal agendapunten	11	20	17	26
Percentage met tegenstemmen	18.18	10.00	17.65	23.08
Bezoldigingsbeleid RvB				
Aantal agendapunten	10	22	24	40
Percentage met tegenstemmen	30.00	9.09	0.00	12.50
Bezoldiging RvC				
Aantal agendapunten	9	26	14	32
Percentage met tegenstemmen	0	7.69	0.00	6.25
Overige agendapunten				
Aantal overige agendapunten	21	26	29	50
Percentage met tegenstemmen	28.57	11.54	10.34	22.00
Aantal ondernemingen	24	45	41	71

5.6

Buitengewone aandeelhoudersvergaderingen

Op basis van de informatie die op de websites is terug te vinden kan worden vastgesteld dat er 18 BAVA's werden gehouden door 16 beursgenoteerde vennootschappen (2 ondernemingen hebben 2 BAVA's gehouden) die door de institutionele beleggers werden bezocht. De pensioenfondsen bezochten er in totaal 8, de banken/verzekeraars 13 en de overige beleggers waren twee maal aanwezig.

Van twee BAVA's is een uitgebreid verslag te vinden op de websites van de 3 pensioenfondsen. Op basis hiervan kan worden afgeleid dat vragen zijn gesteld over de volgende principes en best practice bepalingen van de code, te weten IV.1 (bevoegdheden AVA), IV.2 (certificering van aandelen), IV.1.7 (registratiedatum voor uitoefening stemmen vergaderrechten), IV.2.1 (bestuur en administratiekantoor geniet vertrouwen certificaathouders), IV.2.5 (admini-

stratiekantoor oefent stemrecht uit primair in het belang van certificaathouders) en IV.2.8 (administratiekantoor verleent certificaathouders onbeperkt volmachten).

Van de overige BAVA's is informatie verzameld via de websites waar het stemgedrag (proxy voting) is weergegeven. Tabel 5.9 toont een overzicht van de onderwerpen die tijdens de BAVA's zijn besproken.

Tabel 5.9 | *Onderwerpen besproken tijdens BAVA's*

Onderwerpen	Aantal
Verlening décharge RvC	1
Machtiging inkoop	1
Machtiging uitgifte	2
Uitsluiting voorkeursrecht	2
(Her-) benoeming lid RvC	3
(Her-) benoeming lid RvB	3
Statutenwijziging	7
Bezoldiging RvB	1
Bezoldigingsbeleid RvB	1
Fusie & overname	4
Overige agendapunten	3
Aantal BAVA's	18
Aantal ondernemingen	16

De resultaten in Tabel 5.9 laten zien dat de meeste BAVA's gaan over statutenwijziging, gevolgd door fusie en overname en (her-)benoemingen van RvB en RvC leden.

6 | CONCLUSIES

6.1

Inleiding

Dit rapport beschrijft de resultaten van een onderzoek naar de activiteiten van aandeelhouders in het jaar 2005. Het is interessant de activiteiten van aandeelhouders te beschrijven, onder andere omdat in de Nederlandse Corporate Governance Code de Commissie Corporate Governance aan de aandeelhouders een belangrijke rol geeft. Punt 7 van de preambule van de code stelt *“Het is aan de aandeelhouders om het bestuur en de raad van commissarissen omtrent de toepassing van de principes van de code en de verklaring over de naleving van de best practice bepalingen ter verantwoording te roepen.”*

In dit onderzoek worden als eerste aandeelhoudersvergaderingen beschreven, aangezien dit het platform is waar aandeelhouders, bestuurders en commissarissen elkaar kunnen ontmoeten en waar de vergadering van aandeelhouders verantwoording afneemt van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen. Vervolgens wordt in dit onderzoek aandacht besteedt aan beschermingsmaatregelen en in het bijzonder aan certificering, waarbij juridische constructies aan bod komen de rechten van aandeelhouders beperken. Tot slot wordt aandacht geschonken aan een bijzondere groep aandeelhouders, de Nederlandse institutionele beleggers.

6.2

Aandeelhoudersvergaderingen

In Hoofdstuk 2 is een analyse gemaakt van 72 gewone aandeelhoudersvergaderingen (AVA's) en 10 buitengewone vergaderingen (BAVA's) in 2005. De gemiddelde opkomst op de AVA's van niet-gecertificeerde vennootschappen is 43,9% (58 waarnemingen). Bij de groep van 31 niet-gecertificeerde AEX en AMX fondsen was de gemiddelde opkomst 37,1%. Dit opkomstpercentage is gelijk aan de gemiddelde opkomst in 2004, maar ongeveer 4 procentpunt hoger dan de gemiddelde opkomst over 1998-2003.

Tijdens de AVA's worden vragen gesteld over corporate governance onderwerpen. De bepaling die de meeste vragen oproept is best practice bepaling II.2.10 over de informatie-inhoud van het verslag over het bezoldigingsbeleid van de bestuurders, waarbij met name vragen over prestatiecriteria worden gesteld. Verder worden vaak vragen gesteld over best practice bepaling II.2.2 (prestatiecriteria onvoorwaardelijke opties) en II.2.7 (maximale ontslagvergoeding) en komen de taak en werkwijze van het bestuur regelmatig aan de orde. Er worden meer dan tien vragen gesteld over best practice bepalingen II.1.1 (maximale benoemingstermijn bestuurders), II.1.3 (interne risicobeheersings- en controlesysteem) en II.1.4 (adequaatheid van risicobeheersings- en controlesysteem). De deskundigheid en samenstelling van de Raad van Commissarissen is een ander populair onderwerp van discussie. Het gaat hierbij met name om best practice bepalingen III.3.4 (maximum aantal commissariaten), III.3.5 (maximale zittingstermijn commissarissen) en III.2.2 (onafhankelijkheid commissarissen). Uit de analyse van de vragen blijkt dat corporate governance voor veel aandeelhouders een belangrijk onderwerp is. De Code biedt een handvat bij het stellen van de vragen.

Op de AVA's wordt over een groot deel van de agendapunten gestemd door de aandeelhouders. Het gemiddelde aantal punten waarover gestemd wordt is 11,09. Het aantal agendapunten in onze analyse is 798. Het aantal agendapunten met tegenstemmen door ten minste één aandeelhouder of gevolmachtigde bedraagt 345 (43,2%). Bij de AEX fondsen wordt bij 210 van de 242 agendapunten (86,8%) tegengestemd. Dit is aanmerkelijk vaker dan bij AMX fondsen (38,9%) of smallcaps (15,4%). Een trendanalyse over 1998-2005 toont dat het gemiddelde aantal agendapunten met ten minste één tegenstem sterk is toegenomen van 70 in 1998 tot 287 in 2005. Ondanks tegenstemmen worden de meeste agendapunten aangenomen. Er zijn slechts 3 agendapunten die niet worden aangenomen en drie agendapunten worden van de agenda verwijderd. Dit betekent dat er meer agendapunten

worden afgewezen/teruggetrokken dan in voorgaande jaren. In de periode 1998-2001 werden 9 van de 1583 agendapunten afgewezen/teruggetrokken tegenover 6 in 2005.

Uit onderzoek naar de rol van de externe accountant blijkt dat de accountant op 61 van de 72 vergaderingen expliciet wordt voorgesteld. In 59 van de 72 vergaderingen wordt tevens gemeld dat er vragen aan de accountant kunnen worden gesteld. In totaal worden 30 vragen door aandeelhouders aan de accountant gesteld.

Aan de hand van de jaarverslagen is nagegaan tot in hoeverre ondernemingen de best practice bepalingen aangaande AVA's navolgen. Best practice bepaling IV.3.1 (webcasting) wordt het minst toegepast. De reden is dat met name kleine fondsen de kosten verbonden aan webcasting te hoog vinden en/of het technisch niet haalbaar achten. Een aantal ondernemingen past deze bepaling gedeeltelijk toe voor zover de analistbijeekomsten en presentaties door de onderneming zelf zijn georganiseerd. Er zijn 12 ondernemingen die (gedeeltelijk) afwijken van best practice bepaling IV.1.1 over de procedure omtrent benoeming en ontslag van bestuurder en commissarissen. Negen ondernemingen wijken af van bepaling IV.1.2, waarbij de meeste van deze fondsen het stemrecht van financieringspreferente aandelen baseert op de nominale waarde en niet op de reële waarde van de kapitaalbreng. Bepaling IV.3.7 omtrent aandeelhouderscirculaires wordt door nagenoeg alle AEX en AMX fondsen nagevolgd. Smallcaps wijken vaker van deze bepaling af.

6.3 Beschermingsconstructies

In Hoofdstuk 3 is de naleving van bepaling IV.3.9. onderzocht waarin vennootschappen worden opgeroepen informatie te verschaffen over beschermingsconstructies. Van de 150 onderzochte vennootschappen geven 106 vennootschappen een overzicht van gebruikte beschermingsmaatregelen. Daarnaast geven 4 vennootschappen een uitleg voor het niet opnemen van het overzicht en is bij 39 vennootschappen geen overzicht aangetroffen en is hiervoor ook geen uitleg gegeven. Gelet op de typering van vennootschappen is het opvallend dat buitenlandse fondsen vaak geen overzicht geven en ook geen uitleg verschaffen.

Uit de overzichten van de beschermingsmaatregelen blijkt dat 19 vennootschappen geen bescherming van een juridische constructie genieten, terwijl respectievelijk 62, 17 en 1 vennootschappen één, twee of drie constructies hebben. De meest voorkomende maatregel is beschermingspreferente aandelen (60 fondsen), terwijl prioriteitsaandelen (24 fondsen) en certificering (15 fondsen) minder worden genoemd. Het is opvallend dat certificering relatief vaker door de lokale fondsen wordt gebruikt.

6.4 Certificering

De naleving van de corporate governance code op het gebied van certificering van aandelen is in Hoofdstuk 4 getoetst voor 31 vennootschappen met in totaal 24 administratiekantoren voor gewone aandelen en 11 kantoren voor preferente aandelen. In de jaarverslagen geven deze vennootschappen in beperkte mate uitleg over het niet toepassen van de Code. De meeste uitleg (12 keer) wordt gegeven voor bepaling IV.2.8 betreffende volmachten en steminstructies. Ook de benoeming en samenstelling van het bestuur wordt vaak uitgelegd (IV.2.2; 11 keer). In totaal wordt 8 keer uitleg gegeven over vertrouwen en onafhankelijkheid in/van het administratiekantoor (IV.2.1). Bij 6 van de 35 kantoren wordt expliciet de uitleg gegeven dat niet primair het belang van de certificaathouder wordt behartigd.

In totaal is voor 14 van de 35 kantoren documentatie gevonden waaruit blijkt dat een vergadering van certificaathouders is gehouden. Van de overige 21 kantoren is derhalve toetsing van de naleving van bepaling IV.2.1 niet mogelijk. Van de 14 vergaderingen is bij 4 bijeenkomsten een expliciete bespreking van het vertrouwen geconstateerd en bij 2 vergaderingen een expliciete bespreking van de onafhankelijkheid.

In de administratievoorwaarden wordt normaliter opgenomen of het administratiekantoor zich primair richt naar de belangen van de certificaathouder of naar de vennootschap. In totaal constateerden wij in 7 van 24 voorwaarden dat primair het belang van de certificaathouder wordt gediend, terwijl 15 keer het vennootschapsbelang prevaleerde.

De verslagen van de administratiekantoren van gewone aandelen zijn bij 23 van de 24 vennootschappen aanwezig, terwijl slechts bij 4 van 11 kantoren voor preferente aandelen een dergelijk verslag is gevonden. Ook bij andere onderdelen constateren wij dat de werkelijke toepassing van de Code bij preferente aandelen minder is dan bij gewone aandelen en ook minder is dan de toepassing zoals deze uit de tekst in het corporate governance hoofdstuk van het jaarverslag blijkt. De verslagen van de administratiekantoren zijn redelijk compleet, maar volgen met name de letter van de Code en geven niet altijd een goed inzicht in de activiteiten en standpunten van het administratiekantoor. Opvallend is dat voor 14 van de 27 kantoren de functies van de bestuurders zijn gegeven en dat in 4 gevallen leden of de voorzitter van de Raad van Commissarissen lid is van het bestuur van het administratiekantoor.

6.5 Institutionele aandeelhouders

In Hoofdstuk 5 wordt de rol van institutionele aandeelhouders beschreven. De verantwoordelijkheid van institutionele beleggers is vastgelegd in de code (principe IV.4). Tweederde van de onderzochte institutionele beleggers verschaft informatie over tenminste één van de drie best practice bepaling, eenderde verschaft geen informatie. Voorts werd geconstateerd dat zestig procent van de institutionele beleggers informatie verstrekt omtrent het stembeleid en derhalve IV.4.1 toepast, de naleving van best practice bepaling IV.4.2 (uitvoering beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht) bedraagt 30%. Best practice bepaling IV.4.3 wordt in 55% van de onderzochte gevallen nageleefd. De informatie zoals door institutionele beleggers thans weergegeven op hun websites blijkt niet altijd eenduidig te classificeren op basis van de betreffende best practice bepalingen. Geconstateerd wordt dat er weinig sprake is van uniformiteit in de verslaggeving, inclusief de plaats waar dergelijke informatie op de website is terug te vinden. In het algemeen laat de gebruikersvriendelijkheid te wensen over.

Bijna alle institutionele beleggers die informatie verstrekken over de uitgangspunten van het algemene stembeleid refereren aan een eigen corporate governance code. Als leidende beginselen worden genoemd (lange termijn) waardecreatie, vermindering van risico's en verhoging van het rendement. De codes zijn allen (mede) gebaseerd op de Nederlandse corporate governance code.

Voor die instellingen waar informatie voorhanden is blijkt dat in al deze gevallen (12) gebruik van het stemrecht wordt gemaakt, waarbij wel uitzonderingen zijn aangetekend. Bepaalde beleggers geven aan alleen onder bepaalde omstandigheden hun stemrecht uit te oefenen (omvang aandelenbezit, omvang participatie, in bruikleen gegeven aandelen). Een ander deel geeft aan af te zien van het uitoefenen van hun stemrechten indien dit gepaard gaat met hoge kosten. Tenslotte wordt genoemd dat mogelijke belangenconflicten reden kunnen zijn niet te stemmen.

Nadere analyse van de aanwezigheid levert een wisselend beeld op. Een klein aantal pensioenfondsen stelt expliciet als doel een aantal AVA's te bezoeken. Van de overige institutionele beleggers ontbreekt hierover specifieke informatie. Uit de algemene uitgangspunten kan worden afgeleid dat aanwezigheid afhangt van niet nader geduide omstandigheden en de omvang van het belang. Een aantal geeft aan op afstand te stemmen.

Het stemgedrag is eveneens in kaart gebracht op basis van de informatie verstrekt via de websites. De informatie hierover is in een aantal gevallen moeilijk te benaderen, omdat er wordt doorverwezen naar andere organisaties en websites. Het gemiddelde aantal punten waarover door de institutionele beleggers wordt gestemd bedraagt 11,38, het totale aantal agendapunten komt uit op 808 en het aantal agendapunten met tegenstemmen door ten minste één aandeelhouder bedraagt 58. Dit is opmerkelijk lager dan het percentage tegenstemmen vermeldt in hoofdstuk 2. De pensioenfondsen zijn verantwoordelijk voor de meeste tegenstemmen, met uitzondering van het agendapunt machtiging uitgifte aandelen waar het de banken en verzekeraars zijn die de meeste tegenstemmen hebben uitgebracht.

