

Hoe actief zijn aandeelhouders in Nederland?

Een empirische analyse van opkomst en stemgedrag

Abe de Jong, Gerard Mertens en Peter Roosenboom

SAMENVATTING In deze bijdrage analyseren wij het gedrag van aandeelhouders bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Het onderzoek bevat unieke data over opkomst en stemgedrag van aandeelhouders voor 54 beursgenoteerde ondernemingen over de periode 1998-2002. De data zijn gebaseerd op een analyse van de notulen van 245 aandeelhoudersvergaderingen en de statuten van de onderzochte ondernemingen. In totaal werden 1.583 onderwerpen in stemming gebracht. De empirische analyse richt zich onder meer op de verklaring van stemgedrag, aard van het voorstel en type aandeelhouder.

1 Inleiding

Aandeelhouders hebben het recht om te stemmen over belangrijke aangelegenheden zoals een fusie of de benoeming van bestuurders. In de literatuur is veel aandacht besteed aan de eigendomsverhoudingen (zoals identiteit en de concentratie van eigendom)¹. Daarentegen is veel minder bekend over de vraag of en hoe de aandeelhouder deze invloed aanwendt. De rol van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (hierna AvA) is in dit verband cruciaal, omdat dit het platform is waar de ondernemingsleiding (bestuurders en commissarissen) verantwoording aan de aandeelhouders afleggen over haar bestuur en toezicht en waar de aandeelhouders zelf hun stem kunnen laten horen. Als zodanig is de AvA een integraal onderdeel van een corporate governance-model ter beheersing

Dr. A. de Jong is universitair hoofddocent Corporate Finance, Prof. Dr. G. M. H. Mertens is hoogleraar Financiële Analyse en Dr. P.G.J. Roosenboom is universitair docent Corporate Finance. Zij allen zijn verbonden aan de vakgroep Financieel Management, Faculteit Bedrijfskunde van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

van de agency-kosten (Jensen en Meckling, 1976). In navolging van Strätling (2003) kan een drietal belangrijke functies van de AvA worden onderscheiden:

- 1 het informeren van de aandeelhouders over de financiële prestaties van de onderneming;
- 2 het verkrijgen van toestemming van de aandeelhouders over beslissingen die buiten de autoriteit van het bestuur liggen (zoals goedkeuring van de jaarrekening en décharge); en
- 3 het fungeren als discussieforum voor bestuurders, commissarissen en aandeelhouders.

Ook de Commissie Tabaksblad ziet een belangrijke rol weggelegd voor (de vergadering van) aandeelhouders. Zij stelt dat uiteindelijk de aandeelhouders op dit forum bestuurders en commissarissen ter verantwoording moeten roepen over het gevoerde bestuur en toezicht. In ons onderzoek staan wij in eerste instantie stil bij de vraag in welke mate de macht van aandeelhouders wordt ingeperkt. Dat kan enerzijds het gevolg zijn van institutionele kenmerken van corporate governance in Nederland, zoals daar zijn het structuurregime en bepaalde beschermingsconstructies. Anderzijds kunnen in de statuten van ondernemingen bepalingen zijn opgenomen die de macht van aandeelhouders kunnen beïnvloeden. Aan de hand van beide dimensies kan de potentiële rol van aandeelhouders worden vastgesteld. Vervolgens bestuderen wij de rol die aandeelhouders daadwerkelijk vervullen in de jaarlijkse aandeelhoudersvergaderingen op basis van een analyse van de notulen van 245 AvAs gehouden in de periode 1998-2002.

Dit artikel zal als volgt worden voortgezet. In paragraaf 2 wordt een theoretisch kader geschetst en aansluitend hypothesen geformuleerd omtrent de mogelijke relatie tussen aandeelhoudersactivisme en een aantal nader gedefinieerde corporate governance-karakteristieken. De data die zijn verzameld worden in paragraaf 3 besproken en de resultaten van onze

empirische analyse zijn in paragraaf 4 terug te vinden. De belangrijkste conclusies van het onderzoek worden ten slotte samengevat in paragraaf 5.

2 Theorie en hypothesen

In deze paragraaf wordt eerst een theoretisch kader geschetst, waarin de rol en het belang van de AvA specifiek zal worden belicht. Vervolgens wordt op basis van de bestaande literatuur een aantal hypothesen ontwikkeld.

2.1 Theoretisch kader

De kern van de discussie over corporate governance is hoe het toezicht op bestuurders en commissarissen optimaal moet worden ingericht. Daarbij speelt in Nederland specifiek de discussie over het toezicht op de directe toezichthouders, te weten de commissarissen. Bij beursgenoteerde ondernemingen manifesteren zich een aantal agent-principaalproblemen, die direct voortvloeien uit de scheiding van leiding en eigendom bij deze organisaties. De aandeelhouders hebben de beheerstaken en uitvoerende taken overgedragen aan het management (de bestuurders). Aandeelhouders zijn de principalen; zij hebben vervolgens het directe toezicht op de leiding van de ondernemingen overgedragen aan de commissarissen. Bestuurders en commissarissen zijn dus de agenten. Het vraagstuk van de informatieasymmetrie en de belangentegenstellingen tussen de diverse stakeholders in de onderneming spelen binnen de agencytheorie een wezenlijke rol. Bestuurders hebben meer informatie dan commissarissen en aandeelhouders en zij hebben mogelijkwerwijs prikkels deze informatieasymmetrie in stand te houden, bijvoorbeeld door het achterwege laten van negatieve berichten over de prestaties van de onderneming om daarmee hun eigen beloning of reputatie niet te schaden. Commissarissen kunnen deels om dezelfde redenen belang hebben bij het achterhouden van informatie aan aandeelhouders. Tevens speelt belangentegenstelling een rol bezien vanuit het perspectief dat aandeelhouders belang hebben bij waardecreatie en bestuurders en commissarissen ook belang hebben bij, onder andere, continuïteit en een goede reputatie van henzelf. Indien informatieverschillen aanwezig zijn en belangen van groepen divergeren, is sprake van potentiële agent-principaalproblemen. Aandeelhouders willen dat bestuurders en commissarissen de waarde van hun aandelen maximaliseren, maar bestuurders en commissarissen beschikken over betere informatie en persoonlijke doelstellingen. De rol van de aandeel-

houdersvergadering in dit verband is cruciaal, omdat dit het platform is waar bestuurders en commissarissen verantwoording afleggen over hun bestuur en toezicht aan de aandeelhouders.

Een van de redenen dat aandeelhouders bereid zijn (eigen) vermogen beschikbaar te stellen aan de onderneming is dat zij als aandeelhouder invloed kunnen uitoefenen op het ondernemingsbeleid. Twee mogelijkheden voor aandeelhouders om hun invloed uit te oefenen zijn het zogenaamde agenderingsrecht (het op de agenda plaatsen van onderwerpen) en de mogelijkheid om beslissingen te beïnvloeden via stemrecht. Voorzover bekend is in continentaal Europa nog niet eerder onderzoek gedaan naar het functioneren van de AvA. Verreweg het meeste onderzoek is uitgevoerd in de Verenigde Staten en richt zich met name op aandeelhoudersactivisme. Nederland onderscheidt zich van de Verenigde Staten op ten minste drie voor dit onderzoek relevante aspecten.

- In de eerste plaats is er de rol van de pensioenfondsen. In de Verenigde Staten moeten pensioenfondsen verplicht hun stem uitbrengen bepaald door de wet². In Nederland bestaat een dergelijke verplichting niet en kunnen pensioenfondsen, die doorgaans een substantieel deel van het aandelenbezit in handen hebben, kiezen of ze al dan niet hun stem uitbrengen.
- Als tweede noemen we de inperking van aandeelhoudersrechten, ofwel het bestaan van diverse beschermingsmaatregelen, zoals certificering van aandelen. Gevolg is dat de gewone aandelen en het daarbij behorende stemrecht in handen zijn van een administratiekantoor. De certificaten zijn officieel genoteerd en de certificaathouder heeft geen mogelijkheid om te stemmen. In de VS is het niet toegestaan om stemrecht te scheiden van de aandelen.
- In de derde plaats kent Nederland het 'two-tier'-systeem in tegenstelling tot het 'one-tier'-systeem in de Verenigde Staten. Eerstgenoemde onderscheidt een raad van bestuur en een raad van commissarissen als apart bestuurs- en toezichtorgaan. De raad van commissarissen behartigt de belangen van alle stakeholders, niet alleen die van aandeelhouders. Gevolg hiervan is dat in het Nederlandse systeem de bevoegdheden van de raad van commissarissen zijn uitgebreid ten koste van de aandeelhouder³. In het 'one-tier'-systeem is er sprake van één bestuur, waarin zowel executive en non-executive directors participeren.

Tezamen vormen deze verschillen een additioneel argument om onderzoek te doen naar de gevolgen van deze governance-structuren voor het functioneren van de AvAs in Nederland⁴.

2.2 Hypothesen

De hypothesen die in deze paragraaf worden ontwikkeld, zijn grotendeels gebaseerd op de resultaten van eerder empirisch onderzoek. Economische theorieën aangaande het belang van de werking van de AvA zijn vooralsnog schaars. Wij baseren ons in dit artikel hoofdzakelijk op literatuur afkomstig uit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, omdat voor continentaal Europa geldt dat er tot op heden weinig onderzoek beschikbaar is.

De eerste hypothese heeft betrekking op de rol van pensioenfondsen. Pensioenfondsen vertegenwoordigen de belangrijkste groep van de institutionele beleggers, niet alleen in Nederland, maar ook elders in de wereld. Zowel wat omvang (uitgedrukt in het belegde vermogen) betreft als ook met betrekking tot hun rol als aandeelhouder spelen pensioenfondsen een voraanstaande rol. Diverse studies hebben deze rol met name in de Verenigde Staten onderzocht (Del Guercio en Hawkins, 1999). De uitkomsten wijzen uit dat pensioenfondsen frequent de AvAs van Amerikaanse ondernemingen bezoeken en regelmatig ook agendapunten op het terrein van corporate governance aandragen. Zoals opgemerkt bezitten ook Nederlandse pensioenfondsen substantiële aandelenpakketten en verwacht wordt dat zij eveneens gebruik zullen maken van hun stemrecht. Interessant is het om als onderdeel van het stemgedrag na te gaan of er een verband bestaat tussen het aantal tegenstemmen en hoe vaak aandeelhouders, in dit geval de pensioenfondsen, tegenstemmen uitbrengen tegen een voorstel. Verwacht wordt op basis van de resultaten van eerdere studies dat pensioenfondsen kritisch staan tegenover voorstellen van de ondernemingsleiding. Dit leidt tot de volgende hypothese⁵.

Hypothese 1: *Er bestaat positief verband tussen het aandelenbezit van pensioenfondsen en de kans op stemmen tegen de door de ondernemingsleiding in stemming gebrachte voorstellen.*

Onder meer Romano (2003) beargumenteert dat banken en verzekeraars in hun rol als institutionele beleggers mogelijkwerwijs te maken hebben met belangentegenstellingen. Deze vloeien voort uit het feit dat aannemelijk is dat deze ondernemingen naast hun rol als aandeelhouder ook andere zakelijke relaties met de onderneming onderhouden, bijvoorbeeld als vreemd vermogenverschaffer of als belangrijke klant. Verwacht wordt dat deze potentiële belangentegenstelling zich in Nederland met name manifesteert

vanwege het relatief kleine aantal banken en verzekeraars. Deze bezitten niet alleen een belangrijk deel van de aandelen van de beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen, maar laatstgenoemde vormen eveneens de belangrijkste afnemers van financiële diensten⁶. Dit leidt ertoe dat zij minder geneigd zijn tegenstemmen uit te brengen tegen voorstellen van het management, ook al zou dit de waarde van de aandelen positief beïnvloeden. Dit leidt tot de tweede hypothese.

Hypothese 2: *Er bestaat negatief verband tussen de identiteit van aandeelhouders – meer in het bijzonder banken en verzekeraars – en de kans op tegenstemmen op de tijdens de AvA door de ondernemingsleiding in stemming gebrachte voorstellen.*

Nederlandse ondernemingen staat een aantal beschermingsmaatregelen ter beschikking die de invloed van aandeelhouders in de AvA beperken. Zo hebben certificaathouders alleen dividendrecht en geen stemrecht. Ze mogen de AvA bezoeken, maar niet meestemmen. Doorgaans worden deze stemrechten beheerd en uitgeoefend door een administratiekantoor of stichting die de aandelen bezit. Hoe het administratiekantoor of de stichting met deze rechten omgaat, is nog niet eerder onderwerp geweest van een systematische analyse. Formeel wordt aangenomen dat zij handelen in het belang van de certificaathouders. Maar het is alom bekend dat de besturen van het administratiekantoor of de stichting doorgaans nauwe banden onderhouden met de ondernemingsleiding. Wij verwachten derhalve dat certificering van invloed is op de uitkomst van stemming in de AvA, hetgeen de aanleiding vormt voor onze derde hypothese.

Hypothese 3: *Er bestaat een negatief verband tussen de aanwezigheid van certificaten en de kans op tegenstemmen op de tijdens de AvA door de ondernemingsleiding in stemming gebrachte voorstellen.*

Uit onderzoek van Gordon en Pound (1993) blijkt dat aandeelhouders eerder geneigd zijn gebruik te maken van hun stemrecht naarmate het langetermijnaandelenrendement slechter is en tevens de huidige waardering van het aandeel laag is. De aandeelhouders kunnen hun ongenoegen tot uitdrukking brengen door middel van tegenstemmen. Hieruit leiden we de vierde hypothese af.

Hypothese 4: *Er bestaat een negatief verband tussen de prestatie van de onderneming en het aantal tegenstemmen op de tijdens de AvA door de ondernemingsleiding in stemming gebrachte voorstellen.*

Ten slotte is in eerder onderzoek aangetoond dat een verband bestaat tussen stemgedrag en het onderwerp van stemming (Romano, 2003). Onderzoek van onder meer Gordon en Pound (1993) en Gillan en Starks (2000) toont aan dat voorstellen op meer stemmen vóór kunnen rekenen als zij de aandeelhoudersrechten ten goede komen. Gedachtig deze redenering voorspellen wij dat aandeelhouders meer tegenstemmen zullen uitbrengen als de voorstellen de rechten van aandeelhouders beperken. Meer specifiek, verwacht wordt dat het voorstel waarin de AvA de bevoegdheid tot de uitgifte van aandelen overdraagt aan de raad van bestuur alsmede het voorstel om het voorkeursrecht te beperken of uit te sluiten, meer tegenstemmen zal krijgen. Het voorkeursrecht vormt een onderdeel van de bescherming van de positie van minderheidsaandeelhouders (La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer en Vishny, 1998). Dit leidt tot de vijfde en laatste hypothese.

Hypothese 5: Aandeelhouders zijn eerder geneigd tegen voorstellen te stemmen die de raad van bestuur bevoegdheid verschaffen tot uitgifte van nieuwe aandelen en het voorkeursrecht beperken of uitsluiten.

In de volgende paragraaf zal een nadere beschrijving van de data plaatsvinden op basis waarvan de hierboven geformuleerde hypothesen zullen worden getoetst.

3 Data

Onze selecte steekproef bestaat uit de 54 grootste Nederlandse beursfondsen die op enig moment deel

uitmaakten van de AEX en AMX in de periode 1998-2002. Vervolgens zijn de notulen verzameld van in totaal 245 aandeelhoudersvergaderingen die beschikbaar werden gesteld door de ondernemingen dan wel door de Vereniging van Effectenbezitters. De gebruikte bronnen voor dit onderzoek zijn REACH (omvang en prestaties); Wet Mededinging Zeggenschap (WMZ)-bijlagen bij *Het Financieele Dagblad*; Handboek Nederlandse Beursondernemingen (aandeelhoudersstructuur); Gids bij de Officiële Prijscourant van de Amsterdamse Effectenbeurs; Honée, Timmerman en Nethe (2000) en Monitoring Corporate Governance in Nederland (1998). Ten slotte zijn ook de jaarverslagen, statuten en notulen van de ondernemingen gebruikt ten behoeve van de navolgende analyse. In totaal bevinden zich 245 AvA's in de steekproef. Hiervan zijn uiteindelijk 127 AvA's van 31 verschillende ondernemingen in de analyse opgenomen. De overige AvA's zijn van onderzoek uitgesloten vanwege certificering (57) of het ontbreken van het opkomstpercentage (60) of financiële data (1).

Tabel 1 biedt een overzicht van de kenmerken van onze steekproef. De gemiddelde marktkapitalisatie bedraagt € 10,8 miljard. De gemiddelde markt-to-book-ratio (verhouding marktwaarde versus boekwaarde eigen vermogen) is 1,9 en de gemiddelde rentabiliteit op het eigen vermogen (ROE), gedefinieerd als nettowinst gedeeld door de boekwaarde van het eigen vermogen is 31,1%. Al deze variabelen zijn gemeten op basis van eindejaarsgegevens voorafgaand aan de AvA.

De resultaten tonen verder aan dat het eigendom rela-

Tabel 1. Karakteristieken steekproef

	Gemiddelde	Mediaan	Standaard deviatie	N>0
Marktkapitalisatie (x € 1.000)	10.844.957	1.707.237	21.297.182	245
Marktwaarde-boekwaarde ratio	1,914	1,470	1,482	245
Rendement op Eigen Vermogen	0,311	0,185	1,076	245
Belang grootste aandeelhouder	14,33	9,00	14,94	227
Totaal 5% of meer belangen	26,87	0,23	20,38	227
Belang pensioenfondsen	10,08	0,00	17,33	102
Belang Banken	7,75	5,31	8,72	144
Belang verzekeraars	2,66	0,00	9,39	38
Certificaten	0,30	0	0,46	74
Prioriteitsaandelen	0,36	0	0,48	89
Preferente aandelen	0,71	1	0,46	173
Structuurregime	0,57	1	0,50	140

Gemiddelde, Mediaan en Standaarddeviatie zijn telkens gebaseerd op de gehele sample (n=245)

tief geconcentreerd is, gemiddeld bezit de grootste aandeelhouder 14,3% van de aandelen. Het gemiddelde aandelenbezit van alle grootaandeelhouders bedraagt 26,9%. Pensioenfondsen vormen een relatief belangrijke groep aandeelhouders, zij houden gemiddeld 10,1% van de aandelen in de onderzochte ondernemingen. Het percentage dat door banken wordt gehouden bedraagt 7,8% en voor verzekeraars is dit 2,7%.

Uit tabel 1 valt ook af te leiden dat de meeste ondernemingen een of andere vorm van bescherming kennen. Preferente aandelen zijn de meest populaire vorm van bescherming, 71% van de ondernemingen heeft deze aandelen. Daarna volgt het structuurregime, 57% van de ondernemingen is hieronder te rubriceren. Prioriteitsaandelen en certificering komen bij respectievelijk 36% en 30% van de ondernemingen voor⁷.

Tabel 2 bevat informatie over de opkomst tijdens de AvA (zie panel A). Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen ondernemingen met en zonder certificaten van gewone aandelen. De opkomst van ondernemingen met certificering ligt in het merendeel van de jaren boven de 90%. De verklaring hiervoor is de aanwezigheid van het administratiekantoor op de AvA dat de certificaathouders vertegenwoordigt. Ondernemingen met certificering van gewone aandelen hebben in alle onderzochte jaren een veel hogere opkomst vergeleken met ondernemingen zonder certificaten. De gemiddelde opkomst is, indien er geen certificering is, beduidend lager in vergelijking met het gemiddelde in de Verenigde Staten (82%) (Maug en Rydqvist, 2001).

Panel B van tabel 2 toont ook welke institutionele beleggers regelmatig vergaderingen bezoeken. Het aantal vergaderingen bezocht door één of meer pensioenfondsen laat een daling zien over de periode 1998-2001. Pensioenfondsen waren op 22 vergaderingen gehouden in 1998 vertegenwoordigd, terwijl er slechts 11 vergaderingen in 2001 werden bezocht. In de vergadering over het boekjaar 2002 is het aantal door pensioenfondsen bezochte vergaderingen echter weer toegenomen tot 17. Pensioenfondsen die op vergaderingen vertegenwoordigd zijn, betreffen ABP, PGGM, Spoorweg Pensioenfonds, Progress, Shell Pensioenfonds, HBG Pensioenfonds, Bedrijfspensioenfonds KPN, Algemeen Pensioenfonds der KLM, Nedlloyd Pensioenfonds, Pensioenfonds voor Schildersbedrijven, Pensioenfonds voor Openbaar Vervoer en de Grafische Bedrijfsfondsen. Vaak wordt een aantal pensioenfondsen door één persoon op de vergadering vertegenwoordigd.

Daarnaast zijn ook beleggingsfondsen op vergaderingen aanwezig. Met name de actieve opstelling van Orange Fund⁸ valt hierbij op. De overige institutionele beleggers zoals banken en verzekeringsmaatschappijen zijn nauwelijks actief. Hierbij moet wel worden aangetekend dat de aanwezigheid van stichtingen/verenigingen en instituten alleen is gebaseerd op de informatie die in de notulen wordt verschaft. Dit betekent dat de aanwezigheid van belangengroepen en institutionele beleggers alleen kan worden vastgesteld indien deze gedurende vergaderingen aan het woord komen. Het is dus mogelijk dat deze institutio-

Tabel 2. Opkomst AvA en identiteit aandeelhouders

	1998	1999	2000	2001	2002
Panel A: Opkomst Aandeelhoudersvergadering					
Percentage geplaatst kapitaal, certificering					
Gemiddelde	89,83	88,15	94,06	92,82	94,03
Mediaan	97,76	97,34	98,62	97,26	98,41
Aantal ondernemingen	13	14	11	10	9
Percentage geplaatst kapitaal, geen certificering					
Gemiddelde	31,86	36,51	33,52	31,00	33,17
Mediaan	26,63	33,25	37,50	30,42	33,96
Aantal ondernemingen	25	28	24	25	26
Panel B: Identiteit van aanwezige aandeelhouders					
Pensioenfondsen	22	20	15	11	17
Beleggingsfondsen	3	4	5	3	5
Overige institutionele beleggers	1	1	1	1	4
Aantal ondernemingen	48	52	49	48	48

Tabel 3. Aantal in stemming gebrachte agendapunten en identiteit van de tegenstemmers

	1998	1999	2000	2001	2002
Gemiddelde	6,31	5,77	6,49	7,25	6,54
Mediaan	6,00	6,00	6,00	7,00	6,00
Aantal agendapunten met stemming	303	300	318	348	314
Aantal met tegenstemmen	70	81	127	168	155
Aantal met percentage tegenstemmen bekend	50	59	97	140	141
Aantal keren dat wordt tegengestemd door:					
- Pensioenfondsen	3	1	1	10	7
- Beleggingsinstellingen	0	0	0	0	1
- Overige institutionele beleggers	0	0	0	0	5

nele beleggers wel vertegenwoordigd waren, maar dat hun aanwezigheid niet in de notulen wordt vermeld. Daarnaast hebben institutionele (evenals particuliere) beleggers alleen het recht vergaderingen te bezoeken van ondernemingen waarin zij aandelen bezitten.

Tabel 3 laat onder meer zien dat het gemiddelde aantal agendapunten waarover werd gestemd varieert van 5,77 in de vergadering gehouden in 1999 tot 7,25 in de vergadering gehouden in 2001. In de statuten van de meeste ondernemingen is opgenomen dat aandeelhouders die meer dan 1% van de aandelen in bezit hebben het recht hebben om agendapunten aan te dragen. In de door ons onderzochte periode is van dit recht geen enkele maal gebruikgemaakt⁹.

Tevens is onderzocht hoeveel agendapunten tegenstemmen hebben ontvangen. Gedurende de onderzochte periode 1998-2002 ontvingen 601 agendapunten tegenstemmen (38%). Er blijkt sprake te zijn van een toename. Het is niet mogelijk voor elk agendapunt met tegenstemmen het percentage tegenstemmen uit te rekenen. Dit komt omdat niet voor elke onderneming het aantal op de vergadering vertegenwoordigde stemmen beschikbaar is of omdat het aantal uitgebrachte tegenstemmen niet in de notulen is opgenomen. Uit de tabel blijkt dat institutionele beleggers vrijwel geen tegenstemmen hebben uitgebracht, behalve in 2002. Pensioenfondsen vormen hierop de uitzondering, het aantal tegenstemmen van deze categorie aandeelhouders is in de laatste jaren toegenomen.

Van 487 agendapunten hebben we op basis van de notulen het exacte percentage tegenstemmen kunnen vaststellen. Tabel 4 biedt een gedetailleerd inzicht in het stemgedrag met betrekking tot een aantal veel-

voorkomende agendapunten. Het valt op dat het percentage van de verschillende agendapunten met tegenstemmen in de loop van de tijd sterk toeneemt. Bijvoorbeeld één of meerdere aandeelhouders stemden tegen de vaststelling van het dividend in 9,3% van de 43 vergaderingen gehouden in 1998 met dit agendapunt. In de vergaderingen gehouden in 2001 is dit percentage gestegen tot 35,71%. Deze ontwikkeling duidt op een meer actieve opstelling van aandeelhouders. Een soortgelijke ontwikkeling is waar te nemen voor de andere punten op de agenda. De machtiging van de raad van bestuur tot uitgifte van aandelen is in ieder jaar het meest omstreden agendapunt. Er worden in vergelijking tot 1998 minder agendapunten zonder tegenstem aangenomen. Gedeeltelijk valt dit terug te voeren op de aanwezigheid van de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders. Indien de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders op de vergadering aanwezig is, is er nagenoeg altijd sprake van een vaak beperkt aantal tegenstemmen die namens aandeelhouders worden uitgebracht.

In het onderzoek is ook nagegaan wat het aantal tegenstemmen is als percentage van het op de vergadering vertegenwoordigde aantal stemmen. Het gemiddelde percentage tegenstemmen is uitgerekend voor die agendapunten (487) voor welke het percentage tegenstemmen is te bepalen. In de meeste gevallen bedraagt het percentage tegenstemmen minder dan één procent van het aantal vertegenwoordigde stemmen. Er is een aantal agendapunten die elk jaar meer dan één procent tegenstemmers heeft. Het betreft de machtiging tot de inkoop eigen aandelen, de machtiging tot de uitgifte van aandelen, het uitsluiten van het voorkeursrecht en statutenwijzigingen. Hierbij is opnieuw de machtiging tot uitgifte van aandelen het meest omstreden. Aandeelhouders maken bezwaar

Tabel 4. Aantal agendapunten en percentage met tegenstemmen

	1998	1999	2000	2001	2002
Vaststelling/goedkeuring jaarrekening					
Aantal agendapunten	48	51	49	48	48
Percentage met tegenstemmen	12,50	15,69	20,41	33,33	35,42
Vaststelling dividend					
Aantal agendapunten	43	43	41	42	40
Percentage met tegenstemmen	9,30	11,63	21,95	35,71	32,50
Verlening décharge RvB/RvC					
Aantal agendapunten	46	54	51	50	50
Percentage met tegenstemmen	10,87	16,67	27,45	52,00	46,00
Machtiging inkoop					
Aantal agendapunten	41	45	43	44	43
Percentage met tegenstemmen	19,51	24,44	30,23	45,45	39,53
Machtiging uitgifte					
Aantal agendapunten	30	34	32	42	41
Percentage met tegenstemmen	70,00	73,53	87,50	69,05	80,49
Uitsluiting voorkeursrecht					
Aantal agendapunten	8	7	12	14	13
Percentage met tegenstemmen	87,50	85,71	100,00	85,71	92,31
(Her-)benoeming lid RvC					
Aantal benoemingen	21	15	18	25	21
Percentage met tegenstemmen	14,29	6,67	33,33	60,00	42,86
(Her-)benoeming accountant					
Aantal agendapunten	14	10	15	16	14
Percentage met tegenstemmen	14,29	20,00	40,00	25,00	28,57
Statutenwijziging					
Aantal agendapunten	21	12	23	24	10
Percentage met tegenstemmen	23,28	50,00	56,52	45,83	70,00
Kapitaalvermindering					
Aantal agendapunten	4	5	2	5	4
Percentage met tegenstemmen	25,00	20,00	50,00	20,00	25,00
Bezoldiging RvC					
Aantal agendapunten	11	7	1	8	7
Percentage met tegenstemmen	18,18	28,57	0,00	37,50	42,86
(Her-)benoeming lid RvB					
Aantal benoemingen	5	8	8	12	12
Percentage met tegenstemmen	40,00	12,50	37,50	50,00	67,00
Machtiging registratiedatum					
Aantal agendapunten	0	0	12	6	4
Percentage met tegenstemmen	0,00	0,00	41,67	50,00	50,00
Overige agendapunten					
Aantal overige agendapunten	11	9	11	12	7
Percentage met tegenstemmen	36,36	44,44	63,64	58,33	85,71
Aantal ondernemingen	48	52	49	48	48

tegen de termijn van de machtiging en het percentage uitbreiding van het aandelenkapitaal waarvoor de machtiging geldt. Van de 1.583 agendapunten die in

stemming werden gebracht, zijn slechts negen (0,6%) voorstellen verworpen of ingetrokken. Zes van deze voorstellen hebben betrekking op de machtiging tot

uitgifte van aandelen en de uitsluiting van het voorkeursrecht. Samenvattend kan worden gesteld dat vrijwel alle door de onderneming in stemming gebrachte voorstellen worden goedgekeurd. Dit resultaat is in overeenstemming met de uitkomsten van Maug en Rydqvist (2001) voor de situatie in VS.

In de volgende paragraaf worden de regressieresultaten weergegeven naar aanleiding van de in paragraaf 2 opgestelde hypothesen.

4 Resultaten hypothesen

In deze paragraaf worden de uitkomsten gepresenteerd van de toetsing van de hypothesen zoals geformuleerd in paragraaf 3. Er worden vijf factoren onderscheiden die mogelijk aan opkomst zijn gerelateerd, te weten omvang, concentratie van aandelenbezit, identiteit van aandeelhouders, beschermingsconstructies en financiële prestaties.

In tabel 5 zijn de resultaten opgenomen van zes regressieanalyses waarbij het opkomstpercentage de te verklaren variabele is. In de regressies zijn tevens een intercept en vier indicatorvariabelen opgenomen voor de jaren 1999 tot en met 2002 teneinde te corrigeren voor trends. In geen van de regressies is één van de indicatorvariabelen significant (gemeten op 10% betrouwbaarheidsniveau). Voor de marktwaarde van het eigen vermogen wordt een log-transformatie toegepast, zodat een toename van de marktwaarde voor grotere ondernemingen minder zwaar weegt dan bij kleinere fondsen.

Voor de oppositie tegen de door de ondernemingsleiding in stemming gebrachte agendapunten worden twee maatstaven gehanteerd, te weten de kans op tegenstemmen (weergegeven in de kolommen 1 tot en met 3) en het percentage tegenstemmen (kolommen 4 tot en met 6). Bij de eerste maatstaf is de afhankelijke variabele een dummyvariabele die de waarde 0 aanneemt als er geen tegenstemmen zijn en 1 als er minstens één aandeelhouder tegenstemt. In deze analyse sluiten wij 69 agendapunten uit waar een of meer aandeelhouders zich onthielden van stemming en 7 agendapunten waarvan informatie over de uitkomst van stemming ontbreekt. Dientengevolge resteren 1.507 agendapunten die in stemming zijn gebracht, waarvan er 597 (38,6%) tegenstemmen ontvingen en 910 (60,4%) agendapunten zonder tegenstemmen werden goedgekeurd.

Om te kunnen verklaren of op een agendapunt tegenstemmen worden uitgebracht, wordt een zogenaamde

logit-analyse gebruikt, een regressietechniek waarbij een variabele met een waarde 1 of 0 wordt verklaard. De resulterende regressiecoëfficiënten geven aan in welke mate een verklarende variabele de kans op een bepaalde uitkomst beïnvloedt, in dit geval dus de kans op tegenstemmen.

De resultaten laten zien dat de kans op tegenstemmen in de loop der jaren is toegenomen. Ten opzichte van 1998 is de kans in 2000, 2001 en 2002 significant groter. Marktkapitalisatie van de ondernemingen is als controlevariabele toegevoegd aan de regressie. Hieruit blijkt dat de kans op ten minste één tegenstem toeneemt naarmate de onderneming groter is. Dit valt te verklaren uit het feit dat grotere ondernemingen doorgaans een meer gespreid aandelenbezit kennen, hetgeen impliciet de kans op één tegenstem van een van de vele aandeelhouders vergroot.

Teneinde hypothese 1 te kunnen toetsen, hebben we het aandelenbezit van de pensioenfondsen in het regressiemodel opgenomen. In tegenstelling tot de verwachting blijkt dat de kans op tegenstemmen kleiner is naarmate de pensioenfondsen een groter deel van de aandelen bezitten. Een mogelijke verklaring van dit resultaat is dat pensioenfondsen hun ongenoegen niet in de AvA tot uitdrukking brengen, maar dat zij dit langs andere wegen communiceren. Daarbij kan men denken aan bilaterale contacten tussen onderneming en pensioenfondsen in besloten sfeer, waarbij pensioenfondsen hun ongenoegen tot uitdrukking brengen. Dit resultaat is in overeenstemming met Smith (1996) en Carlton, Nelson en Weisbach (1998). Ook zij tonen aan dat pensioenfondsen buiten de AvA om hun invloed doen gelden. Het resultaat zou ook kunnen suggereren dat ondernemingen bij hun voorstellen meer rekening houden met de wensen van invloedrijke aandeelhouders (zie noot 5).

Uit kolom 1 van tabel 5, waarin de resultaten van ons eerste model (1) zijn opgenomen, valt tevens af te lezen dat het aandelenbezit van banken geen samenhang vertoont met de kans op tegenstemmen, hetgeen in hypothese 2 wel werd verondersteld. Daarentegen treffen we wel het veronderstelde verband aan bij verzekeraars; de kans op tegenstemmen is kleiner als verzekeraars meer aandelen bezitten. Dit resultaat is in overeenstemming met hypothese 2 en de achterliggende gedachte dat potentiële belangengestelingen het stemgedrag van verzekeraars kunnen beïnvloeden. Voorts hebben we de grootste aandeelhouder toegevoegd aan ons model. We vinden dat dit een positief effect heeft op kans op tegenstemmen (deze stijgt dus dientengevolge).

Tabel 5. Uitkomsten Regressieanalyses

	Kans op tegenstemmen		
	(1)	(2)	(3)
1999	0,26 (1,20)	0,16 (0,69)	0,17 (0,76)
2000	0,81*** (3,90)	0,68*** (3,20)	0,70*** (3,26)
2001	1,66*** (7,06)	1,56*** (6,49)	1,54*** (6,36)
2002	1,92 (7,74)	1,88*** (7,40)	1,83*** (7,12)
Log (Marktwaarde)	0,39*** (10,52)	0,47*** (11,56)	0,47*** (11,47)
Belang pensioenfondsen	-0,019*** (-3,50)	-0,021*** (-3,72)	-0,021*** (-3,70)
Belang banken	0,010 (1,17)	-	-
Belang verzekeraars	-0,045*** (-4,14)	-0,028*** (-3,07)	-0,030*** (-3,30)
Belang grootste aandeelhouder	0,013*** (2,79)	0,015*** (2,89)	0,015*** (3,05)
Voorstel vaststelling/goedkeuring jaarrekening/verlening décharge	-0,62*** (-2,62)	-0,76*** (-3,78)	-0,77*** (-3,82)
Voorstel vaststelling dividend	-1,01*** (-3,65)	-1,12*** (-4,48)	-1,14*** (-4,54)
Voorstel machtiging uitgifte nieuwe aandelen/uitsluiting voorkeursrecht	2,13*** (7,62)	2,01*** (8,08)	2,01*** (8,03)
Voorstel inkoop eigen aandelen	-0,48* (-1,83)	-0,61*** (-2,61)	-0,63*** (-2,69)
Voorstel statutenwijziging	0,29 (0,90)	-	-
Voorstel (her)benoeming accountant	-0,86** (-2,36)	-0,85** (-2,41)	-0,89** (-2,50)
Voorstel (her)benoeming lid RvC	-0,56** (1,97)	-0,70** (-2,56)	-0,73** (-2,66)
Dummy certificaten	-	-0,84*** (-4,78)	-0,84*** (-4,75)
Dummy prioriteitsaandelen	-	-0,48*** (-2,88)	-0,45*** (-2,72)
Dummy preferente aandelen	-	0,89*** (5,79)	0,89*** (5,79)
Dummy structuurregime	-	-0,25* (-1,74)	-0,29** (-1,96)
Marktwaarde-boekwaarde ratio	-	-	-0,088* (-1,73)
Rendement op eigen vermogen	-	-	-0,004 (-0,05)
Intercept	-6,95*** (-11,40)	-7,99*** (-11,76)	-7,77*** (-11,27)
McFadden R ²	0,248	0,279	0,280
Aantal waarnemingen	1.507	1.507	1.507

De tabel toont de regressiecoëfficiënten en de t-waarden; * duidt op een significantieniveau van 10%, ** op 5% en *** op 1%

Model (1) bevat ook dummies voor de aard van de in stemming gebrachte agendapunten. Daarbij is een aantal onderwerpen samengevoegd, zoals de vaststelling/goedkeuring van de jaarrekening en het verlenen van decharge alsmede de machtiging tot uitgifte van nieuwe aandelen en de beperking/uitsluiting van het voorkeursrecht. De reden hiervoor is dat deze onderwerpen dikwijls als één agendapunt worden gepresenteerd waarop een stem kan worden uitgebracht. De resultaten van de analyse zijn in overeenstemming met onze vijfde hypothese. De kans op tegenstemmen is groter bij het voorstel tot machtiging tot uitgifte van aandelen en het uitsluiten van het voorkeursrecht in vergelijking met de andere agendapunten. Dit is consistent met de gedachte dat aandeelhouders eerder tegen zullen stemmen wanneer het hun rechten aantast.

In het tweede regressiemodel (2) verwijderen we de dummies voor statutenwijziging en aandelenbezit van banken omdat deze in het eerste model niet significant waren en voegen we vervolgens dummies toe voor de diverse soorten beschermingsconstructies. In overeenstemming met de derde hypothese vinden we dat bij ondernemingen die certificaten hebben uitgegeven de kans op tegenstemmen vermindert. Tevens valt ook af te leiden hoe groot deze kans is. Bij ondernemingen met certificering is de kans op tegenstemmen 16% (anders gezegd, de coëfficiënt – zijnde 0,84 – duidt op een kans van 84% dat er niet wordt tegenstemd). De verklaring hiervoor is dat het administratiekantoor de stemmen uitbrengt tijdens de AvA en doorgaans het bestuur van dit administratiekantoor een bevriende relatie onderhoudt met het ondernemingsbestuur. Daarnaast neemt de kans op tegenstemmen af indien de onderneming prioriteitsaandelen bezit of het verplichte structuurregime toepast. Al deze beschermingsmaatregelen leiden ertoe dat primaire rechten van de aandeelhouders – zoals de benoeming van bestuurders en commissarissen – worden overgeheveld naar een stichting (prioriteitsaandelen) of de raad van commissarissen (structuurregime). Het teken van de dummyvariabele voor preferente aandelen is tegen de verwachting in positief. Ook hier zouden we, conform het voorgaande, een negatief verband verwachten. Bedacht moet echter worden dat beschermingspreferente aandelen alleen worden uitgegeven in tijden dat een vijandige overname dreigt, zij komen daarom nauwelijks voor bij de onderzochte ondernemingen.

In het derde regressiemodel (3) dat is opgesteld worden prestatie maatstaven toegevoegd. Daarbij wordt gebruikgemaakt van een boekhoudkundige prestatie-

maatstaf, te weten de rentabiliteit van het eigen vermogen (oftewel return-on-equity ratio) en een marktwaardeprestatie maatstaf, namelijk de markt versus boekwaarde ratio (oftewel market-to-book ratio). De resultaten wijzen uit dat ondernemingen met een hogere market-to-book ratio, hetgeen doorgaans duidt op potentieel goede groeimogelijkheden, een kleinere kans op tegenstemmen hebben op de tijdens de AvA in stemming gebrachte voorstellen. Dit is in lijn met de vierde hypothese. Voor de andere maatstaf (return-on-equity) zijn de resultaten niet in overeenstemming met de vierde hypothese. Hierbij wordt opgemerkt dat beleggers doorgaans niet bijzonder geïnteresseerd zijn in boekhoudkundige prestatie maatstaven zoals return-on-equity.

5 Samenvatting en conclusie

In dit artikel is het gedrag van aandeelhouders bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen bestudeerd. Niet eerder werd systematisch in kaart gebracht wat de opkomst en het stemgedrag was van aandeelhouders in Nederland. De data zijn gebaseerd op een analyse van de notulen van 245 aandeelhoudersvergaderingen en de statuten van 54 onderzochte ondernemingen voor de periode 1998-2002. In totaal werden daarbij 1.583 agendapunten geanalyseerd. De analyse richtte zich op de opkomst, het stemgedrag, aard van het voorstel en type aandeelhouder. Het Nederlandse corporate governance-landschap wordt gekenmerkt door relatief geconcentreerd aandeelhouderschap, voor een belangrijk deel in handen van de institutionele partijen (pensioenfondsen, banken en verzekeraars), en een relatief zwakke positie van de particuliere aandeelhouder ten gevolge van diverse beschermingsmaatregelen.

De gemiddelde opkomst bij niet-gecertificeerde ondernemingen is voor 1998 32% en voor 2002 33%. Voor gecertificeerde ondernemingen ligt de opkomst rond de 90%, omdat het administratiekantoor altijd op de AvA is vertegenwoordigd. In de VS bedraagt deze opkomst 82,2% (Maug en Rydqvist, 2001) en in het VK 45% (Strätling, 2003).

Onze empirische analyse richtte zich voornamelijk op de kans dat agendapunten tegenstemmen ontvangen. Daartoe werd een vijftal hypothesen opgesteld teneinde de determinanten hiervan nader te onderzoeken. De uitkomsten van de analyse tonen aan dat de kans op tegenstemmen kleiner wordt naarmate het aandelenbelang van verzekeraars groter is. Er is tevens overtuigend aangetoond dat certificaten de kans op tegen-

stemmen verkleinen. Certificaathouders kunnen geen stemrecht uitoefenen, maar het administratiekantoor brengt namens deze groep haar stem uit. De resultaten weerspiegelen de doorgaans nauwe band tussen de ondernemingsleiding en het bestuur van het administratiekantoor. Wij vinden verder bewijs, weliswaar niet overtuigend, dat het stemgedrag wordt beïnvloed door financiële prestaties. De laatste belangrijke bevinding van het onderzoek heeft betrekking op de relatie tussen stemgedrag en het onderwerp van stemming. De hypothese dat aandeelhouders vaker tegen voorstellen stemmen die hun aandeelhoudersrechten beperken, wordt door de resultaten onderschreven. De kans op tegenstemmen is significant hoger. ■

Literatuur

- Carlton, W., J. Nelson en M. Weisbach, (1998), The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF, in: *Journal of Finance*, nr. 53, pp. 1335-1362.
- Del Guercio, D. en J. Hawkins, (1999), The Motivation and Impact of Pension Fund Activism, in: *Journal of Financial Economics*, nr. 52, pp. 293-340.
- Gillan, S.L. en L.T. Starks, (2000), Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors, in: *Journal of Financial Economics*, nr. 57, pp. 275-305.
- Gordon, L.A. en J. Pound, (1993), Information, Ownership Structure and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals, in: *Journal of Finance*, nr. 48, pp. 697-718.
- Handboek Nederlandse Beursondernemingen, 1998-2002, Het Financiële Dagblad.
- Honée, H.J.M.N., L. Timmerman en M.Y. Nethé, (2000), *Rapport inzake de toepassing van de structuurregeling: zeggenschapverhoudingen en Nederlandse beursvennootschappen*.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure, in: *Journal of Financial Economics*, nr. 3, pp. 305-360.
- Jong, A. de, G.M.H. Mertens en P.G.J. Roosenboom, (2003), *Aandeelhouders in Nederland 1998-2002*, Rapport in opdracht van het Ministerie van Financiën, Rotterdam School of Management, vakgroep Financieel Management.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R. Vishny, (1998), Law and Finance, in: *Journal of Political Economy*, nr. 106, pp. 1113-1155.
- Mallin, C., (2001), Institutional investors and voting practices: an international comparison, in: *Corporate Governance: An International Review*, nr. 9, pp. 118-126.
- Maug, E. en K. Rydqvist, (2001), *What is the Function of the General meeting? Evidence from the U.S. Proxy Voting Process*, Working paper, Humboldt University and Norwegian School of Management.
- Romano, R., (2003), Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, in: *Yale Journal on Regulation*, nr. 18, pp. 174-252.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny, (1986), Large Shareholders and Corporate Control, in: *Journal of Political Economy*, nr. 91, pp. 461-488.
- Smith, M., (1996), Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, in: *Journal of Finance*, nr. 51, pp. 227-252.
- Strätling, R., (2003), General Meetings: A Dispensable Tool for Corporate Governance of Listed Companies, in: *Corporate Governance: An International Review*, nr. 11, pp. 74-82.

Noten

- 1 Zie voor een overzicht van deze literatuur onder andere Schleifer en Vishny (1997).
- 2 Dit is vastgelegd in de zogenaamde 'prudent man rule' van de Employee Retirement Income Act van 1974 (Mallin, 2001).
- 3 Bij Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling, is het structuurregime op een aantal punten gewijzigd (Stb 370). Deze wet verbetert de inspraak van de aandeelhouders. De wet trad per 1 oktober 2004 in werking (Koninklijk Besluit van 9 augustus 2004, Stb. 405).
- 4 Voor een uitvoerige bespreking van het institutionele en juridische karakteristieken van de AvA wordt verwezen naar De Jong, Mertens en Roosenboom (2003, hoofdstuk twee en drie). Een gedetailleerde beschrijving hiervan zou te ver voeren voor deze bijdrage.
- 5 Opgemerkt wordt dat ook betoogd zou kunnen worden dat de aanwezigheid van vooraanstaande aandeelhouders ertoe zou kunnen leiden dat de ondernemingen meer geneigd zijn rekening te houden met de wensen van deze invloedrijke aandeelhouders bij de voorstellen. Wij komen hier bij de bespreking van de resultaten op terug.
- 6 De drie grootste banken en verzekeraars (ABN Amro, Fortis en ING) bezaten in 2000 bijna 92% marktaandeel in de financiële dienstverlening (Bron: Compendium Nederlandse Bedrijfsleven, 2001).
- 7 Door middel van prioriteits aandelen worden primaire rechten van de aandeelhouders – zoals de benoeming van bestuurders en commissarissen – overgeheveld naar een stichting (prioriteits aandelen). Beschermingspreferente aandelen worden in beginsel ingezet (uitgegeven) bij een dreigende vijandige overname om zodoende de zeggenschap van een vijandige partij te beperken. In vreedstijd is er bij deze vorm van aandelen geen sprake van beperking van de zeggenschap.
- 8 Het Orange Fund is een beursgenoteerd beleggingsfonds dat belegt in kleine tot middelgrote bedrijven waarvan de aandelen zijn genoteerd op de Amsterdamse beurs. Orange fund is onderdeel van vermogensbeheerder Kempen Capital Management.
- 9 Hierbij zijn agendapunten zonder stemming, zoals opening en sluiting, buiten beschouwing gelaten.