

# De rol van aandeelhouders na 'Tabaksblat'

Abe de Jong, Gerard Mertens en Peter Roosenboom

**SAMENVATTING** In de Nederlandse Corporate Governance Code (Code Tabaksblat) is een dubbele rol voor aandeelhouders weggelegd. Enerzijds is een aantal principes opgenomen om de rol van aandeelhouders te vergroten. Anderzijds hebben aandeelhouders de taak gekregen om bestuurders en commissarissen over de toepassing van de principes van de code en de verklaring over de naleving van de best practice bepalingen ter verantwoording te roepen. In deze studie wordt de rol van aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen in het jaar 2005 onderzocht, waarbij aandacht wordt besteed aan de vergaderingen van aandeelhouders, beschermingsmaatregelen – en in het bijzonder certificering – en de rol van institutionele beleggers.

## 1 Inleiding

In Nederland bestaat een lange en rijke traditie van beursondernemingen. Inherent aan deze organisatievorm kent Nederland ook een kleurrijk verleden op het gebied van ondernemingsbestuur en toezicht. De meest recente ontwikkelingen kenmerken zich door een toegenomen aandacht voor de rol van aandeelhouders. In 1997 riep de Commissie Peters op tot een herwaardering van de rol van vermogensverschaffers. Nu, anno 2006, heeft Nederland een code voor corporate governance waarin wordt gesteld: “*Het is*

Prof.dr. A. de Jong, Prof.dr. G.M.H. Mertens en Dr. P.G.J. Roosenboom zijn verbonden aan de vakgroep Financieel Management van RSM Erasmus University. Dit artikel is gebaseerd op het rapport 'Activiteiten van Aandeelhouders 2005', uitgevoerd in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.

*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.*” (Nederlandse Corporate Governance Code, punt 7 van de preambule). Naast deze algemene taak heeft een aantal principes betrekking op aandeelhouders en aandeelhouderschap.

In deze studie wordt de rol van aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen in het jaar 2005 onderzocht, omdat dit het eerste jaar is waarin de naleving kan worden getoetst van de Nederlandse Corporate Governance Code (ook wel Code Tabaksblat genoemd). De activiteiten van de aandeelhouders geven een goede indruk van de mate waarin zij in staat zijn om de verantwoording af te nemen over het afgelopen boekjaar van de Raden van Bestuur en Commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen. In deze studie staan drie onderwerpen centraal. Ten eerste, de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA). Deze jaarlijkse vergaderingen hebben volgens Strätling (2003) drie functies: (i) het informeren van aandeelhouders over de prestaties van de onderneming; (ii) het verlenen van goedkeuring door de aandeelhouders over het gevoerde beleid en toezicht leidend tot décharge van de bestuurders en commissarissen; en (iii) een platform voor discussie tussen bestuur en aandeelhouder over de toekomstige koers van de onderneming. Wij beschrijven onder andere de opkomst tijdens AVA's, de discussies over governance in 2005 en het stemgedrag van aandeelhouders. Het tweede onderwerp betreft de zeggenschapsrechten van aandeelhouders, in Nederland normaliter aangeduid met de term beschermingsconstructies. Aangezien de maximale invloed van aandeelhouders is ingeperkt door deze juridische constructies, is het zinvol de huidige stand van zaken te beschrijven. Een bijzondere aandacht gaat uit naar certificering van aandelen. Het derde en laatste onder-

werp is de rol van institutionele beleggers. Deze aandeelhouders vormen een speciale groep, waaraan de Nederlandse code specifieke eisen stelt.

Het vervolg van dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 wordt een kort literatuuroverzicht gegeven. In paragraaf 3 wordt het onderzoek aan de hand van notulen van AVAs, de jaarlijkse vergaderingen van aandeelhouders, beschreven. Paragraaf 4 beschrijft de Nederlandse beschermingsmaatregelen en in het bijzonder certificering. In paragraaf 5 wordt de rol van institutionele beleggers beschreven aan de hand van de rapportages van deze beleggers. Paragraaf 6 bevat de conclusies.

## 2 De rol van aandeelhouders

Aandeelhouders verstrekken vermogen aan ondernemingen en ontvangen in ruil hiervoor het recht op dividenden en koerswinsten. Echter, dividenden en koerswinsten worden alleen gerealiseerd als de prestaties van de ondernemingen voldoende zijn om aan alle andere verplichtingen – rentelasten, salarissen, betalingen aan leveranciers, etc. – te voldoen. De overwinst is de vergoeding voor de aandeelhouders, die tevens zeggenschapsrechten ontvangen. Deze zeggenschapsrechten van aandeelhouders zijn een belangrijk element in de corporate governance literatuur (zie voor een overzicht Shleifer en Vishny, 1997). Volgens theoretische economische inzichten bestaat bij beursondernemingen, die worden gekenmerkt door een scheiding van leiding en eigendom, een kans op agency-kosten. Immers, de leiding (management) van de onderneming heeft potentieel andere belangen dan de eigenaar (aandeelhouders) en er is sprake van imperfecte informatie bij de aandeelhouders over de inspanningen van het management. Voorbeelden van uitingen van agency-kosten zijn managers die onvoldoende inspanning leveren, te hoge beloning ontvangen of verkeerde investeringsbeslissingen nemen. Aandeelhouders kunnen toezicht houden op managers en eventueel disciplineren. De concentratie en identiteit van het aandelenbezit, bepalen de inspanningen van aandeelhouders en de effectiviteit hiervan (Shleifer en Vishny, 1997). Als gevolg van het economische fenomeen 'free-riding' zal het toezicht op een onderneming met wijdverspreid aandelenbezit minder zijn dan bij een onderneming met één of meer grootaandeelhouders. De identiteit van aandeelhouders speelt een rol bij institutionele aandeelhouders, bijvoorbeeld omdat deze partijen bijzondere expertise bezitten op het gebied van portefeuillebeheer en evaluatie van ondernemingen.

De bestaande empirische literatuur over de rol van aandeelhouders is met name gericht op ondernemingen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk (zie bijvoorbeeld Maug en Rydqvist, 2001). Deze studies tonen uiteenlopende resultaten over de invloed van activisme door aandeelhouders op de waarde van ondernemingen. Een aantal studies meet korte termijn en lange termijn waarde-effecten van acties van aandeelhouders (Wahal, 1996; Strickland, Wiles en Zenner, 1996; Karpoff, Maletesta en Walking, 1996; Del Guercio en Hawkins, 1999; Gillan en Starks, 2000; Prevost en Rao, 2000). Grote Amerikaanse pensioenfondsen, zoals CalPERS and TIAA-CREF, hebben de reputatie actief invloed uit te oefenen op de governance structuur van ondernemingen (Smith, 1996; Carlton, Nelson en Weisbach, 1998). Romano (2001) constateert na haar overzichtsstudie dat activistische instellingen niet systematisch in staat zijn de waarde van ondernemingen te vergroten door hun governance-structuren te verbeteren.

Corporate governance is in Nederland op de maatschappelijke agenda geplaatst door het rapport van de eerste Commissie voor Corporate Governance (de Commissie Peters, 1997). Aan de hand van 40 aanbevelingen schetst deze commissie een systeem van 'checks and balances' met specifieke rollen voor de Raden van Bestuur en Commissarissen en voor de aandeelhouders. De commissie pleit met name voor een herziening van de rol van aandeelhouders. Evaluaties van de invloed die deze commissie heeft gehad op de structuren van ondernemingen leveren een pessimistisch beeld en een kritiek op de voorgestelde zelfregulering (zie bijvoorbeeld De Jong *et al.*, 2001b). Na het rapport 'Vijf jaar na Peters' besluit de Minister van Financiën om in 2003 een nieuwe commissie in te stellen. Doordat in februari 2003 het boekhoudschandaal rond Ahold uitkomt, krijgt voorzitter Tabaksblat mede als opdracht een code te ontwikkelen die het vertrouwen in het Nederlandse bedrijfsleven zal herstellen. In december 2003 verschijnt de Nederlandse Corporate Governance Code. Het gepropageerde mechanisme is pas-toe-of-leg-uit, waarbij ondernemingen mogen afwijken van bepalingen, mits hiervoor een uitleg wordt gegeven die voor de aandeelhouders acceptabel is. Bepalingen zijn gegroepeerd in principes van goede governance waarvan niet mag worden afgeweken. De code is eind 2004 wettelijk verankerd.

In Nederland is in de laatste jaren een aantal studies uitgevoerd naar de rol van aandeelhouders. De Jong *et al.* (2001a, 2001b) onderzoeken over de

periode 1992-1999 de invloed van beschermingsconstructies en diverse typen aandeelhouders en constateren dat het structuurregime een negatieve invloed heeft op prestaties. Tevens heeft aandelenbezit door institutionele beleggers een negatief effect op de waarde van ondernemingen. De activiteiten tijdens aandeelhoudersvergaderingen zijn in Nederland voor het eerst systematisch onderzocht door De Jong, Mertens en Roosenboom (2003, 2005). Deze studie is gebaseerd op een analyse van de notulen van 245 aandeelhoudersvergaderingen en de statuten van de 54 onderzochte ondernemingen voor de periode 1998-2002. In totaal werden daarbij 1583 agendapunten geanalyseerd. De analyse richt zich op de opkomst op de AVA, de typen voorstellen op de agenda's en het stemgedrag van aandeelhouders. De studie toont dat de gemiddelde opkomst op de AVA in 1996 32% is en 33% in 2001 voor niet-gecertificeerde ondernemingen. Voor gecertificeerde ondernemingen is de opkomst op de AVA rond de 90%. Echter, dit percentage zegt niets over de aanwezigheid van de vermogensverschaffers (certificaathouders), doordat slechts de aanwezigheid van het administratiekantoor wordt gemeten. Het eindoordeel op basis van de analyse van De Jong, Mertens en Roosenboom (2003) luidt dat aandeelhoudersvergaderingen in de periode 1998-2002 onvoldoende functioneren als het forum waar verantwoording wordt afgelegd door het bestuur van de onderneming over het gevoerde beleid en het toezicht daarop. Ter vergelijking met de Nederlandse opkomst op AVA's bedraagt in de Verenigde Staten de opkomst 82,2% (Maug en Rydqvist, 2001) en in het Verenigd Koninkrijk 45% (Strätling, 2003).

### 3 De vergadering van aandeelhouders

In deze paragraaf worden de agenda's en notulen van AVA's geanalyseerd. In mei 2005 zijn 160 statutair in Nederland gevestigde beursfondsen verzocht om toezending van de notulen van AVA's gehouden in 2005. In totaal zijn in het onderzoek de notulen van 72 beursfondsen opgenomen, te weten 19 AEX-fondsen, 19 AMX-fondsen, 30 smallcaps en 4 buitenlandse fondsen. De laatstgenoemde categorie bevat fondsen met statutaire vestiging in Nederland, maar zonder notering aan Euronext Amsterdam. De representativiteit van onze steekproef is goed voor de grootste ondernemingen, doordat 38 van de 45 fondsen uit de AEX- en AMX-index in het onderzoek zijn opgenomen. De initiële respons van deze groep ondernemingen was hoger, niet-responderende ondernemingen zijn in juni 2005 tot tweemaal telefonisch verzocht om ontbrekende stukken toe te zenden

en hun websites zijn 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 drie maanden zijn verstreken tussen de datum van de AVA en de sluitingsdatum van het onderzoek. Dit impliceert dat 81 ondernemingen niet reageren op ons verzoek tot toezending van de benodigde stukken ondanks dat drie 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. Met name de representativiteit van de smallcaps en buitenlandse fondsen is mogelijk negatief beïnvloed door de beperkte respons.

Het eerste onderdeel van onze analyse omvat de agenda's van de AVA's. 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. Er zijn 65 van de 72 ondernemingen die de code geagendeerd hebben. De code is in twee gevallen als subagendapunt geagendeerd. 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. Aandeelhouders kunnen (i) met hun agenderingsrecht zelf onderwerpen op de agenda plaatsen; (ii) gebruik maken van de mogelijkheid om het bestuur geen décharge te verlenen; (iii) het bezoldigingsbeleid aanpassen; of (iv) de raad van commissarissen en/of het bestuur ontslaan. Tenslotte kunnen aandeelhouders ook juridische procedures voeren, zoals het starten van een enquête- of jaarrekeningprocedure. De code stelt in bepaling IV.1.6 dat de goedkeuring van het door het bestuur gevoerde beleid (décharge van bestuurders) en de goedkeuring van het door de commissarissen uitgeoefende toezicht (décharge van commissarissen) afzonderlijk geagendeerd dienen te zijn: 67 van de 72 onderzochte beursfondsen hebben deze splitsing op de agenda doorgevoerd. Bepaling IV.1.4 vereist dat het reserverings- en dividendbeleid als aparte agendapunten op de AVA worden behandeld. Slechts 18 van de 72 ondernemingen brengen deze bepaling in praktijk. Hierbij dient te worden opgemerkt dat veel ondernemingen weliswaar het dividendbeleid op de vergadering bespreken maar niet als apart agendapunt met stemming behandelen. Bepaling IV.1.5 wordt door meer ondernemingen nageleefd. In totaal behandelen 57

**Tabel 1: Principes uit de code waar tijdens de AVA vragen over worden 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

Noot: De buitenlandse fondsen zijn niet in een aparte kolom opgenomen vanwege het beperkte aantal waarnemingen; deze fondsen zijn wel in het totaal opgenomen.

van de 72 beursfondsen het voorstel tot uitkering van het dividend als apart agendapunt op de AVA.

Een cruciale voorwaarde voor een zinvolle AVA is voldoende opkomst voor een representatieve afspiegeling van de eigenaren. Het gemiddelde percentage van het aandelenkapitaal met vertegenwoordiging op de AVA bedraagt 53,8%. Hierbij dient te worden

opgemerkt dat de 14 ondernemingen met certificering van gewone aandelen een hoge opkomst hebben. Dit kan worden verklaard door de aanwezigheid van het administratiekantoor. Het gemiddelde opkomstpercentage voor 14 gecertificeerde ondernemingen bedraagt 94,9% van het geplaatste aandelenkapitaal. Niet-gecertificeerde ondernemingen laten een gemiddeld opkomstpercentage van 43,9% van het geplaatste

aandelenkapitaal zien (58 vennootschappen). Voor niet-gecertificeerde fondsen varieert het opkomstpercentage van 34,1% voor 16 AEX-fondsen, 40,3% voor 15 AMX-fondsen tot 51,2% voor 23 smallcaps. Het hogere 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.

Naast de opkomstpercentages is onderzocht welke verenigingen, stichtingen en institutionele beleggers de AVA's bezochten. Een kanttekening hierbij is dat de aanwezigheid alleen kan worden vastgesteld indien gedurende de vergadering vertegenwoordigers aan het woord komen die expliciet hun affiliatie benoemen. Het is dus mogelijk dat verenigingen, stichtingen of beleggers wel vertegenwoordigd waren op de vergadering maar dat hun aanwezigheid niet in de notulen is opgenomen. De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) bezoekt de meeste vergaderingen: 61 van de 72. Daarnaast zijn de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO, 26) en de Stichting Rechtsbescherming Beleggers (18) actief. Incidenteel worden vergaderingen bezocht door de Deutsche Schutzverein für Wertpapierbesitz, vertegenwoordigers van de Staat der Nederlanden of een politieke partij. Alle Nederlandse pensioenfondsen bezoeken samen 13 vergaderingen. Het gaat om 5 verschillende pensioenfondsen, waarbij vaak een aantal pensioenfondsen door één persoon op de vergadering wordt vertegenwoordigd. Alle Nederlandse beleggingsfondsen bezoeken eveneens in totaal 13 vergaderingen.

In de Code Tabaksblat worden ondernemingen uitgenodigd in 2005 de corporate governance structuur ter discussie te stellen. Gemiddeld worden tijdens de vergadering 5,6 vragen over corporate governance gesteld. Governance is hierbij gedefinieerd als onderwerpen die zijn opgenomen in de code. 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. Van de verenigingen/stichtingen en institutionele beleggers is 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. Tabel 1 (zie pag. 235) 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 Raad van Bestuur, RvB) en in het bijzonder de gehanteerde prestatiecriteria. Binnen dat principe is het bepaling II.2.10 die de meeste vragen oproept aangaande de inhoud van het verslag over het bezoldigingsbeleid van de bestuurders. In het bijzonder gaat het om de prestatiecriteria die bij het bezoldigingsbeleid worden gehanteerd. Verder worden binnen dit principe vaak vragen gesteld over bepaling II.2.2 (prestatiecriteria onvoorwaardelijke opties) en II.2.7 (maximale ontslagvergoeding). 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 (RvC, 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).

Tot nu toe is vooral aandacht besteed aan de discussies op de AVA. Het stemgedrag van aandeelhouders is daarnaast een belangrijk onderwerp, omdat het een maatstaf is van de kritische houding van aandeelhouders ten opzichte van bestuur en commissarissen.

Tabel 2 (zie pag. 237) toont dat het gemiddeld aantal punten waarover gestemd wordt 11,08 bedraagt. Het totaal aantal agendapunten komt daarmee uit op 798. Het aantal agendapunten waarbij ten minste één tegenstem door een aandeelhouder of gevolmachtigde wordt uitgebracht is 345 (43,2%). Bij de AEX-fondsen wordt bij 210 van de 242 agendapunten (86,8%) tegenstemd. 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 uitge-

**Tabel 2: 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

Noot: De buitenlandse fondsen zijn niet in een aparte kolom opgenomen vanwege het beperkte aantal waarnemingen; deze fondsen zijn wel in het totaal opgenomen.

brachte tegenstemmen in de notulen is opgenomen. De meeste agendapunten worden in 2005 aangenomen, aangezien slechts zes van 798 punten niet worden aangenomen. Er zijn drie agendapunten die na stemming niet worden aangenomen (uitsluiting voorkeursrecht (2 keer) en voorgenomen emissie preferente aandelen). Tevens worden drie agendapunten vóór stemming 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).

In het onderzoek van de De Jong, Mertens en Roosenboom (2003) zijn AEX- en AMX-fondsen in de periode 1998-2002 onderzocht. Het vergelijken van resultaten uit deze eerdere periode met de bevindingen voor AEX- en AMX-fondsen in 2005 geeft een tweetal interessante trends. Ten eerste is het opvallend dat de mediaan van het aantal agendapunten met stemming is verdubbeld van 6 in 1998 tot 12 in 2005. Een aantal zaken waaronder de bezoldiging van het bestuur, de (her-)benoeming van leden van de Raad van Bestuur en Commissarissen en de (her-)benoeming van de externe accountant, worden in 2005 vaker aan de vergadering voorgelegd dan in voorgaande jaren. Ten tweede is het gemiddeld aantal agendapunten met ten minste één tegenstem sterk toegenomen van 70 in 1998 tot 287 in 2005. Ondanks de stijging in het aantal voorstellen met één of meer tegenstemmen is er geen duidelijke stijging in het

aantal voorstellen op de agenda dat niet wordt goedgekeurd. In de periode 1998-2002 zijn 9 van de 1583 agendapunten afgewezen of teruggetrokken, tegenover 6 van de 798 in 2005.

Aan de hand van de jaarverslagen is nagegaan of en in hoeverre ondernemingen de best practice bepalingen aangaande AVA's navolgen. Tabel 3 (zie pag. 238) toont voor de vier meest voorkomende bepalingen het aantal ondernemingen dat in het jaarverslag heeft vermeld dat van de betreffende bepaling (gedeeltelijk) wordt afgeweken.

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 analistenbijeenkomsten en presentaties door de onderneming zelf zijn georganiseerd. Er zijn 12 ondernemingen die (gedeeltelijk) afwijken van bepaling IV.1.1. Deze ondernemingen stellen vaak verzwaarde meerderheidseisen. Negen ondernemingen wijken af van bepaling IV.1.2. De meeste van deze fondsen baseren het stemrecht van financieringspreferente aandelen op de nominale waarde en niet op de reële waarde van de kapitaalbreng. Het is belangrijk op te merken dat de analyse in Tabel 3 is gebaseerd op de rapportages van de ondernemingen. Indien een onderneming afwijkt van een bepaling, maar geen uitleg verschaft, wordt dit niet in Tabel 3 geregistreerd.

**Tabel 3: Meest voorkomende afwijkingen van best practice bepalingen AVA's**

Bepaling		AEX	AMX	Smallcaps	Totaal
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.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 volstreekte 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.1.7	De vennootschap bepaalt een registratiedatum voor de uitoefening van stem- en vergaderrechten.	0	2	4	6

Noot: De buitenlandse fondsen zijn niet in een aparte kolom opgenomen vanwege het beperkte aantal waarnemingen; deze fondsen zijn wel in het totaal opgenomen.

Samenvattend leidt de analyse van de notulen van de AVA's tot de volgende conclusies. 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 ongeveer 4 procent-punt hoger dan de gemiddelde opkomst over 1998-2002 (De Jong, Mertens en Roosenboom, 2003). Tijdens de AVA's worden vragen gesteld over corporate governance onderwerpen en de bepaling die de meeste vragen oproept is best practice bepaling II.2.10 over de inhoud van het verslag over het bezoldigingsbeleid van de bestuurders. Hierbij worden met name vragen over prestatiecriteria gesteld. 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 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%). Ondanks een groot aantal voorstellen met tegenstemmen worden de meeste agendapunten uiteindelijk gewoon aangenomen. Er zijn slechts drie agendapunten die niet worden aangenomen en drie agendapunten worden van de agenda verwijderd.

## 4 Beschermingsmaatregelen en certificering

### 4.1. Beschermingsmaatregelen

Een onderdeel van de code is bepaling IV.3.9 waarin vennootschappen worden opgeroepen informatie te verschaffen over beschermingsconstructies. In deze subparagraaf beschrijven wij de rapportage van 150 vennootschappen met betrekking tot deze bepaling: 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.

Panel A van Tabel 4 (zie pag. 239) geeft voor elk van de onderscheiden groepen het voorkomen van een drietal mogelijke situaties weer. De eerste mogelijkheid is dat de vennootschap informatie verschaft zoals

**Tabel 4: Naleving bepaling beschermingsmaatregelen**

	AEX (25)	AMX (20)	AMS (23)	Lokaal (62)	Buitenlands (15)	Closed-end (5)	Totaal (150)
<b>Panel A: Naleving code</b>							
Overzicht	22	19	16	45	2	2	106
Uitleg	0	0	1	2	0	1	4
Geen overzicht en geen uitleg	3	1	6	15	13	2	39
<b>Panel B: Maatregelen</b>							
Certificering	0	4	2	9	0	0	15
Preferente aandelen	13	11	9	26	0	0	60
Prioriteitsaandelen	4	6	3	9	0	2	24

gevraagd in bepaling IV.3.9. 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 verschafft.

Uit Tabel 4 blijkt dat 71% (106 vennootschappen) de code naleeft door het gevraagde overzicht te geven en dat 3% (4 vennootschappen) naleeft door geen overzicht te geven maar hiervoor een uitleg te verschaffen. 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. Eén 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, 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).

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: certificering van aandelen, beschermingspreferente aandelen en prioriteitsaandelen (zie Voogd (1989) voor een uitputtende beschrijving van beschermingsconstructies). Een drietal vennootschappen noemt het structuurregime als beschermingsmaatregel, één vennootschap noemt bindende voordrachten en één vennootschap noemt 'dual class shares'. Panel B van Tabel 4 beschrijft het gebruik per type beschermingsmaatregel voor alle categorieën vennootschappen. De tabel toont dat 15 vennootschappen aangeven certificering te hebben als beschermingsmaatregel. Het is opvallend dat certificering vooral bij lokale fondsen voorkomt. Beschermingspreferente aandelen zijn verreweg de meest gebruikte constructie, 60 van de 106 vennootschappen hebben een optie uitgegeven die een emissie van preferente aandelen mogelijk maakt. Prioriteitsaandelen zijn door 24 fondsen uitgegeven. De cumulatie van beschermingsmaatregelen is tevens onderzocht: 19 fondsen hebben geen bescherming. Eén maatregel is het meest voorkomend, namelijk bij 62 vennootschappen. Twee of drie maatregelen worden aangetroffen bij respectievelijk 17 en 1 vennootschappen.



#### 4.2. Certificering

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 is een middel om te voorkomen dat door absentieisme ter algemene vergadering van aandeelhouders een (toevallige) minderheid van aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. Certificering van aandelen wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel. (...)” In mei 2005 is aan 160 Nederlandse beursvennootschappen een brief verstuurd waarin 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. In totaal hebben wij voor 16 administratiekantoren van gewone aandelen en voor 6 kantoren voor preferente aandelen documentatie ontvangen. Een aantal vennootschappen met certificering heeft niet op ons verzoek om informatie gereageerd. Vervolgens hebben wij uit publieke bronnen zo veel mogelijk informatie opgevraagd over 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<sup>1</sup>. Een viertal vennootschappen heeft zowel certificering voor gewone als voor preferente aandelen<sup>2</sup>. 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%

**Tabel 5: Certificering**

	Gewone Aandelen (24)		Preferente aandelen (11)	
	Ja	Nee	Ja	Nee
<b>In overeenstemming met code:</b>				
<u>VVCH gehouden</u>	10	-	4	-
• Vertrouwen	4	-	0	-
• Onafhankelijk	2	-	0	-
<u>Administratievoorwaarden</u>	17	7	7	4
• Voorwaarden bijeenroepen vergadering	8	9	2	5
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
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
<u>Verslag administratiekantoor</u>	23	1	4	7
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
<u>Administratiekantoor is aanwezig op AVA</u>	14	1	6	3
Administratiekantoor geeft verklaring over stemgedrag op AVA	2	13	2	7
Administratiekantoor stelt vragen op AVA	6	9	0	9

zijn. De resultaten van de analyse voor certificering zijn in Tabel 5 (zie pag. 240) weergegeven.

Bepaling IV.2.1 betreft de vergadering van certificaathouders (VVCH). In Tabel 5 zijn de kenmerken van deze vergaderingen weergegeven. 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 éénmaal 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. Bij de 4 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).

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 totaal wordt bij 15 van de 22 (3 van de 6) kantoren voor gewone (preferente) aandelen het bestuur door het bestuur benoemd, zoals de code voorschrijft. 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. Bepaling IV.2.2 sluit een aantal functionarissen uit als bestuurder van het administratiekantoor. Deze uitsluitingen zijn in 21 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.

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. Uit de administratievoorwaarden blijkt dat in totaal 6 kantoren voor gewone aandelen en één kantoor voor preferente aandelen zich expliciet primair richten naar het belang van de certificaathouders. Bij 15 kantoren wordt expliciet geconstateerd dat het belang van de 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.' Bij de administratiekantoren met gewone aandelen worden bij 6 kantoren stemvolmachten zonder beperking afgegeven, bij 4 kantoren is 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 en 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.

Bepalingen IV.2.6 en IV.2.7 betreffen het verslag van het administratiekantoor. 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 is 72% bij gewone aandelen en 41% bij preferente aandelen. Opvallend is dat bij 12 (gewone) en 2 (preferente) kantoren de functies van de bestuurders zijn 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. Het is zeer opmerkelijk dat bij 21 kantoren niet de functies van de bestuurders beschikbaar zijn, waarvan 13 kantoren wel een verslag beschikbaar hebben gesteld.

Voor respectievelijk 15 en 9 administratiekantoren van gewone en preferente aandelen hebben wij de notulen van de AVA van de vennootschap ingezien. Bij respectievelijk 14 en 6 vergaderingen hebben wij uit de notulen van de vennootschap kunnen constateren 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 voor hun stemgedrag. De code stelt dat een dergelijke verklaring 'desgewenst' plaatsvindt. In totaal is in zes vergaderingen van de vennootschap 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 geadmistreerde preferente aandelen stemde.

Volgens het principe van pas-toe-of-leg-uit moeten ondernemingen met certificering ook in hun jaarverslag uitleg geven bij bepalingen die zij niet volgen. Opvallend is 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 één voor preferente aandelen). Tevens zijn er vennootschappen die expliciet de code niet van toepassing vinden. Wij hebben uit de documentatie en correspondentie met de vennootschappen twee redenen kunnen achterhalen. De eerste reden is dat de certificering reeds bestond, voordat de code in werking is getreden. De tweede reden is dat de code alleen geldt voor certificering van gewone aandelen en niet voor preferente aandelen. Uiteraard zijn beide redenen niet correct. Echter, één kantoor voor gewone aandelen en drie kantoren voor preferente aandelen geven bovengenoemde redenen aan om de code niet toe te passen, 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 vanwege de twee eerdergenoemde redenen of om andere redenen.

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. Het meest opvallend is dat slechts één van de 11 ondernemingen met gecertificeerde preferente aandelen een uitleg verschaft. Bij de gewone aandelen worden de volgende bepalingen het meest uitgelegd: 11 keer IV.2.8 (stemvolmachten), 10 keer IV.2.2 (benoeming bestuur), 8 keer IV.2.1 (vergadering van certificaathouders) en 6 keer IV.2.5 (primair belang certificaathouders). De uitleg over het niet toepassen van de code contrasteert sterk met de resultaten in Tabel 5 (zie pag. 240). Uit Tabel 5 blijkt dat voor een groot aantal kantoren niet alle informatie beschikbaar is of dat bepalingen niet worden nageleefd.

## 5 De rol van institutionele beleggers

De verantwoordelijkheid van institutionele beleggers is vastgelegd in de code (principe IV.4). Uitgangspunt van dit principe is dat institutionele beleggers zorgvuldig en op transparante wijze gebruikmaken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen. Van institutionele beleggers wordt, indien nodig, gevraagd 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. In totaal werden voor dit deel van het onderzoek 20 institutionele beleggers geselecteerd. De steekproef is samengesteld uit een drietal categorieën, te weten pensioenfondsen, banken/verzekeraars en beleggingsfondsen. Daarnaast is rekening gehouden met de omvang, waarbij het geïnvesteerde vermogen als selectiecriteria is gehanteerd. De resultaten van de analyse worden uitgesplitst naar de hierboven weergegeven categorieën. In deze paragraaf wordt enkel gebruik gemaakt van de informatie zoals die door de institutionele beleggers zelf wordt verstrekt in hun jaarverslag of op hun website.

Uitgangspunt voor onze analyse vormt hoofdstuk IV van de corporate governance code, meer specifiek de rol van institutionele beleggers. Principe IV.4 gaat in

op de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers en dit principe is 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 6 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 stembelief. Tenslotte laat Panel A van Tabel 6 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 6, Panel B 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 bepalingen IV.4.2. In totaal passen 8 institutionele beleggers geen van de drie best practice bepalingen toe. Het in de tabel geschetste beeld lijkt wellicht negatiever dan de werkelijkheid. Redenen zijn dat de wijze van verslaglegging niet duidelijk aansluit bij de drie best practice bepalingen en de geringe uniformi-

**Tabel 6: Naleving best practice bepalingen institutionele beleggers**

Panel A: Opsplitsing naar type belegger					
Bepaling	Onderwerp	Pensioenfondsen (9)	Banken/Verzekeraars (7)	Overig (4)	Totaal (20)
IV.4.1	Jaarlijkse publicatie op website van het beleid	5 (56%)	4 (57%)	3 (75%)	12 (60%)
IV.4.2	Jaarlijks verslag op website of jaarverslag van de uitvoering	3 (33%)	2 (29%)	2 (50%)	6 (30%)
IV.4.3	Ten minste éénmaal per kwartaal verslag stemgedrag	4 (44%)	4 (57%)	3 (75%)	11 (55%)
Panel B: Opsplitsing naar omvang					
Bepaling	Onderwerp	Groot (10)	Klein (10)	Totaal (20)	
IV.4.1	Jaarlijkse publicatie op website van het beleid	7 (70%)	5 (50%)	12 (60%)	
IV.4.2	Jaarlijks verslag op website of jaarverslag van de uitvoering	3 (30%)	4 (40%)	6 (30%)	
IV.4.3	Ten minste éénmaal per kwartaal verslag stemgedrag	7 (70%)	4 (40%)	11 (55%)	

teit 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.

Ook is in het onderzoek aandacht 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 op de website of in het jaarverslag. Zoals uit Tabel 6 (zie pag. 243) 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 de meeste institutionele beleggers wordt een onderscheid aangebracht tussen stemgedrag en aanwezigheid. Wij zullen deze indeling ook hanteren voor de beschrijving van het gevoerde beleid.

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 vermindering van risico's en verhoging van het rendement, aandeelhouderswaardecreatie, en dat goede corporate governance naar verwachting leidt tot beter rendement. In de kern vertonen deze grote gelijkens, 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 (International Corporate Governance Network).

Op basis van de voorhanden zijnde informatie blijkt dat alle instituten 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, 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. De overige negen vermelden dat zij als uitgangspunt hanteren gebruik te maken

van het stemrecht dat bij de aandelen behoort. Andere argumenten die meerdere malen zijn genoemd om niet te stemmen betreffen (te) hoge kosten en mogelijke belangenconflicten. Vervolgens is nagegaan welke specifieke criteria worden gehanteerd bij het uitoefenen van het stemrecht. 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 minder concreet, zoals 'waardecreatie op lange termijn', 'kwaliteit, transparantie, structuur van bestuurders' en 'maatschappelijk verantwoord ondernemen'.

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 haar stembeleid ten uitvoer te brengen. Zij verstrekken vervolgens ook informatie over welke AVA zijn bezocht, welke vragen werden gesteld en hoe werd gestemd. 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's bezoeken, afhankelijk van de omvang van 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.

Tenslotte is het stemgedrag van die institutionele beleggers onderzocht, die zelf hierover informatie verschaffen, via de verslagen van de AVA's, kwartaalverslagen over stemgedrag alsmede verwijzingen naar websites van organisaties die namens de institutionele beleggers hebben gestemd. Deze informatie is geaggregeerd om tot het navolgende beeld te komen.

Tabel 7 (zie pag. 245) toont dat het gemiddelde aantal punten waarover door de institutionele beleggers wordt gestemd 11,38 is. Het totaal aantal agenda-

**Tabel 7: Stemgedrag institutionele beleggers**

	Pensioenfondsen	Banken/ Verzekeraars	Overig	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

punten komt uit op 808. Het aantal agendapunten met tegenstemmen door ten minste één aandeelhouder bedraagt 58. Uit een analyse van het stemgedrag met betrekking tot individuele agendapunten blijkt dat de machtiging van de Raad van Bestuur tot uitgifte van aandelen de meeste tegenstemmen ontvangt, te weten bij 28,3% van de voorstellen. Een ander voorstel dat veel tegenstemmen ontvangt, is de bezoldiging van de leden van de Raad van Bestuur (23,1% van de voorstellen). In het algemeen valt het 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.

## 6 Conclusies

Dit artikel 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. 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 Raden van Bestuur en Commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen. Vervolgens wordt in dit onderzoek aandacht besteed aan beschermingsmaatregelen en in het bijzonder aan certificering, waarbij juridische constructies aan bod komen die de rechten van aandeelhouders beperken. Tot slot wordt aandacht geschonken aan een bijzondere groep aandeelhouders, de Nederlandse institutionele beleggers.

In onze inleiding verwijzen wij naar de drie functies van een AVA volgens Strätling (2003). Het is nuttig na onze analyse te beschrijven in welke mate Nederlandse AVA's deze functies vervullen. De eerste is het informeren van aandeelhouders over de prestaties van de onderneming. Hoewel wij niet expliciet hebben gerapporteerd over deze functie, is ons gebleken dat in AVA's altijd een uitgebreide toelichting wordt gegeven op de prestaties in het afgelopen jaar en dat deze functie dus zeker wordt vervuld. De tweede functie is het verlenen van goedkeuring door de aandeelhouders over het gevoerde beleid en toezicht. Wij hebben slechts zeven agendapunten kunnen traceren waar geen goedkeuring wordt verleend. Anderzijds is er bij 43,2% van de 798 punten sprake van één of meer tegenstemmen. Hieruit blijkt duidelijk dat een deel van aandeelhouders een kritische houding aanneemt, maar dat dit zeer zelden voldoende is om de voorstellen van de bestuurders te blokkeren of om geen décharge te verlenen. De derde functie van de AVA is een platform voor discussie tussen bestuur en aandeelhouders. Voor deze functie is een representatieve opkomst op de AVA vereist: de gemiddelde opkomst op de vergadering was 43,9% in 2005 (alle niet-gecertificeerde vennootschappen). Het is opvallend dat aandeelhouders ook de oproep in de Code Tabaksblat om over governance te discussiëren aangrijpen en gemiddeld 5,6 vragen per vergadering over dit onderwerp stellen. Concluderend kunnen we stellen dat de Nederlandse AVA niet een zichtbare disciplinerende werking heeft, gezien het lage aantal verworpen voorstellen. Anderzijds is het goed te zien dat aandeelhouders het platform gebruiken om vragen te stellen en om hun mening te geven door tegen voorstellen te stemmen.

Uit onze analyse van beschermingsmaatregelen blijkt dat 26% van de vennootschappen handelt in strijd met de code, door geen informatie te verschaffen over beschermingsconstructies zonder hiervoor uitleg te geven. Uit de analyse blijkt dat vooral de buitenlandse en lokale fondsen in deze groep vertegenwoordigd zijn. Het zou nuttig zijn om voor deze groep van vennootschappen te onderzoeken welke maatregelen worden gebruikt. Dit is mogelijk, aangezien uit bijvoorbeeld de statuten van de vennootschappen de beschermingsmaatregelen te achterhalen zijn. De analyse toont dat de optie tot uitgifte van (beschermings-)preferente aandelen het meest wordt gebruikt ter bescherming tegen een overnamebod. Deze constructie verschilt van de andere constructies – certificering en prioriteitsaandelen – door het tijdelijke karakter. Certificering en prioriteitsaandelen hebben een permanent karakter en zijn dus ook van invloed op de zeggenschap van aandeelhouders in afwezigheid van een overnamedreiging. Echter, certificering en prioriteitsaandelen zijn niet de enige afwijkingen van het principe ‘one share-one vote’ in Nederland. Andere voorbeelden zijn bindende voordracht, het structuurregime en niet-proportioneel stemrecht voor specifieke aandelen. De informatie van de vennootschappen wijst erop dat de algemene opinie is dat alleen beschermingspreferente aandelen, prioriteitsaandelen en certificering beschermingsmaatregelen zijn.

Een aantal specifieke opmerkingen kan gemaakt worden over certificering. Als eerste toont de analyse dat de naleving van de Code veel minder goed is voor certificaten van preferente aandelen dan voor certificering van gewone aandelen. Ten tweede is de toetsing van de naleving van de Code in het onderzoek bemoeilijkt door de beperkte beschikbaarheid van documenten. Het gevolg is dat bijvoorbeeld voor slechts 14 van de 35 kantoren is gevonden dat een vergadering van certificaathouders is gehouden, waarbij de meest negatieve verklaring is dat in werkelijkheid slechts 14 kantoren een dergelijke vergadering hebben gehouden. Ten derde blijkt dat het verslag van het administratiekantoor met name dient om aan de Code te voldoen, maar niet veel inzicht geeft in de activiteiten van het bestuur. Tegelijkertijd is belangrijke informatie vaak afwezig; bijvoorbeeld bij 14 van de 35 kantoren was het mogelijk de relevante nevenfuncties van bestuurders te achterhalen uit het verslag. Tot slot blijkt uit de analyse van certificering dat een aantal vennootschappen het principe, dat certificering niet wordt gebruikt als beschermingsmaatregel, niet onderschrijft. Hierbij wordt normaliter verwezen naar de Nederlandse wet (artikel 2:118a BW).

De verantwoordelijkheid van institutionele beleggers is vastgelegd in de code (principe IV.4). Tweederde verschaft informatie over tenminste één van de drie best practice bepaling en 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. 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 zich expliciet tot 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. Dit beeld rechtvaardigt de conclusie dat het aandeelhoudersactivisme onder de institutionele beleggers in Nederland nog niet wijdverspreid is. ■

---

## Literatuurlijst

- 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*, vol. 53, 1335-1362.
- Commissie Corporate Governance, (1997), *Corporate governance in Nederland; de veertig aanbevelingen*.
- Commissie Corporate Governance, (2003), *De Nederlandse corporate governance code; beginselen van deugdelijk bestuur en best practice bepalingen*.
- DeJong, D.V. A. de Jong, G. Mertens en C. Wasley, (2001a), Corporate governance in Nederland: Governance en financiële prestaties, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 75, 103-116.
- DeJong, D.V. A. de Jong, G. Mertens en C. Wasley, (2001b), Corporate governance in Nederland: De invloed van de Commissie Peters, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 75, 150-160.
- Del Guercio, D. en J. Hawkins, (1999), The motivation and impact of pension fund activism, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 52, 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*, vol. 57, 275-305.
- Jong, A. de, G. Mertens en P. Roosenboom, (2003), *Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002*, Rapport aan Ministerie van Financiën.
- Jong, A. de, G. Mertens en P. Roosenboom, (2005), Hoe actief zijn aandeelhouders in Nederland? Een empirische analyse van opkomst en stemgedrag, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 79, 97-107.
- Karpoff, J., P. Malatesta en R. Walking, (1996), Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 42, 365-395.
- 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 en Norwegian School of Management.
- Nederlandse Corporate Governance Stichting, (2002), *Corporate governance in Nederland 2002: De stand van zaken*.
- Prevost, A.K. en R.P. Rao, (2000), Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?, in: *Journal of Business*, vol. 73, 177-204.
- Romano, R., (2001), Less is more: making activism a valuable mechanism of corporate governance, in: *Yale Journal on Regulation*, vol. 18, 174-252.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny, (1997), A survey of corporate governance, in: *Journal of Finance*, vol. 52, 737-783.
- Smith, M., (1996), Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS, in: *Journal of Finance*, vol. 51, 227-252.
- Strätling, R., (2003), General meetings: A dispensable tool for corporate governance of listed companies, in: *Corporate Governance: An International Review*, vol. 11, 74-82.
- Strickland, D., K. Wiles en M. Zenner, (1996), A requiem for the USA: Is small shareholder monitoring effective?, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 40, 319-338.
- Voogd, R.P., (1989), *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, Dissertatie Katholieke Universiteit Nijmegen.
- Wahal, S., (1996), Pension fund activism and firm performance, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, 1-23.

---

## Noten

- 1 Doordat een aantal vennootschappen niet aan ons onderzoek heeft meegewerkt, bestaat potentieel een vertekening in de resultaten. Met name in de kleine populatie met certificering is dit onwenselijk. Om deze reden hebben wij alle ons bekende vennootschappen met certificering opgenomen. Helaas is voor een deel de informatie incompleet, omdat niet alle vennootschappen hebben meegewerkt.
- 2 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.