

Handboek

Corporate Governance

Editie 2008



INHOUDSOPGAVE	Pagina
VOORWOORD	3
DEEL I: RECHTEN VAN AANDEELHOUDERS IN NEDERLAND	5
I.1 Overzicht van rechten van aandeelhouders	
I.2 Handvatten voor deelnemers van Eumedion voor de beoordeling van agendapunten van een algemene vergadering	5 7
DEEL II: VERANTWOORDELIJKHEDEN VAN AANDEELHOUDERS IN NEDERLAND	
II.1 Overzicht van verantwoordelijkheden voor (bepaalde) aandeelhouders	
II.2 Formulering van het stembeleid door institutionele beleggers	15
II.3 ICGN-verklaring inzake verantwoordelijkheden van aandeelhouders	15
II.4 Het uitlenen van aandelen of andere effecten (securities lending)	17
II.5 Acting in concert	17 17
DEEL III: PRAKTISCHE ZAKEN	19
III.1 Aanbevelingen inzake organisatie en procedure van de algemene vergadering	19
III.2 Praktische zaken betreffende het uitoefenen van het stemrecht	20
III.3 Literatuur en links	23
DEEL IV: OVER EUMEDION	25
BIJLAGE I: EUMEDION-AANBEVELINGEN BESTUURERSBEZOLDIGING	27
BIJLAGE II: EUMEDION-AANBEVELINGEN INZAKE DE DELEGATIE VAN EMISSIEBEVOEGDHEID	35
BIJLAGE III: EUMEDION-HANDLEIDING UITLEG BEPALINGEN UIT DE CODE TABAKSBLAT DIE BETREKKING HEBBEN OP INSTITUTIONELE BELEGGERS	37
BIJLAGE IV: ICGN-STATEMENT OVER AANDEELHOUDERSVERANTWOORDELIJKHEDEN	41
BIJLAGE V: ICGN SECURITIES LENDING CODE OF BEST PRACTICE	45
BIJLAGE VI: CORRESPONDENTIE EUMEDION MET DE AFM OVER ACTING IN CONCERT	55

VOORWOORD

Institutionele beleggers voelen de laatste jaren een toenemende verantwoordelijkheid om gebruik te maken van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen die zij houden. Dit verantwoordelijkheidsbesef is toegenomen als gevolg van de wettelijke versterking van de positie van de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna te noemen “de algemene vergadering”) door de toekenning van een aantal nieuwe rechten in 2004 en van de wettelijke verankering van de Nederlandse corporate governance code¹ in datzelfde jaar. De uitbreiding van de bevoegdheden van de aandeelhouders werd goeddeels ingegeven door het streven van zowel de wetgever als de Commissie Tabaksblat om het vertrouwen van beleggers in het bestuur van en het toezicht op de beursgenoteerde vennootschappen te herstellen. Dit vertrouwen was kort na de millenniumwisseling beschadigd door een aantal geruchtmakende boekhoudaffaires en faillissementen. De versterking van de positie van de algemene vergadering was volgens de commissie corporate governance (Commissie Tabaksblat) en de wetgever een noodzakelijke voorwaarde om de *checks and balances* binnen de beursgenoteerde vennootschappen te verbeteren, teneinde het risico op nieuwe schandalen te verminderen. Nederland was overigens niet het enige land waar de positie van de aandeelhouder in de afgelopen jaren is versterkt; dit gebeurde ook in een groot aantal andere landen.

Vanuit de gedachte dat de wereldwijd opererende institutionele beleggers het merendeel van de aandelen van beursgenoteerde vennootschappen houden en andermans geld beheren, wordt vooral van deze categorie beleggers een actievare rol verwacht. In de woorden van de Commissie Tabaksblat dienen institutionele beleggers primair te handelen in het belang van hun achterliggende begunstigen en hebben zij een “verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigen of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen”.

Ter codificatie van de bestaande best practices voor institutionele beleggers op het terrein van corporate governance, is in de Code Tabaksblat een speciale paragraaf over institutionele beleggers opgenomen. Institutionele beleggers dienen volgens de code een beleid te hebben aangaande het uitoefenen van stemrecht in vennootschappen waarin zij beleggen. Voorts dienen zij verslag te doen van de uitvoering van dat beleid en van het concrete stemgedrag op de algemene vergaderingen. De wetgever heeft deze plichten onderstreept door in de Wet op het financieel toezicht (Wft) de zogenoemde ‘pas toe of leg uit’-regel voor institutionele beleggers te verankeren. Iedere institutionele belegger met zetel in Nederland is vanaf boekjaar 2007 wettelijk verplicht mededeling te doen over de naleving van de principes en best practice bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code die op hem van toepassing zijn.

De introductie van deze wettelijke plicht hangt ook samen met de toenemende maatschappelijke aandacht voor de vraag op welke wijze aandeelhouders, en dus ook institutionele beleggers, met de hen toebedeelde rechten omgaan. Welke verantwoordelijkheden hebben aandeelhouders?

Eumedion ziet het als één van haar taken om de bij haar aangesloten institutionele beleggers te ondersteunen bij het ontwikkelen en het ten uitvoer brengen van het stembeleid, alsmede bij het afleggen van verantwoording over de tenuitvoerlegging van het beleid. Eumedion heeft daar in de afgelopen jaren al aan bijgedragen door het verschaffen van aanbevelingen aan de bij haar aangesloten institutionele beleggers. Deze aanbevelingen zijn opgenomen in de publicaties ‘Handleiding uitleg bepalingen uit de Code Tabaksblat die betrekking hebben op institutionele beleggers’ (september 2006), ‘Aanbevelingen betreffende bestuurdersbezoldiging’ (oktober 2006) en ‘Aanbevelingen delegatie emissiemachtiging’ (januari 2008). Deze publicaties zijn in dit Handboek Corporate Governance 2008

1 Zoals gepubliceerd in de Staatscourant van 27 december 2004 (nr. 250).

gebundeld, zodat op één plek alle relevante informatie voor het ontwikkelen en het ter uitvoer brengen van een stembeleid is te vinden.

Leeswijzer

Dit handboek biedt de bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers een leidraad voor het participeren in en stemmen op de algemene vergaderingen van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. De versie van dit handboek vervangt de versie uit 2004 die door de voorganger van Eumedion, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, is uitgegeven.

Het handboek is opgebouwd uit drie delen. Het eerste deel bevat een overzicht van de **rechten** van aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Dit deel geeft per (standaard)agendapunt van een algemene vergadering een aantal toetspunten dan wel aanbevelingen die bij de bepaling van het stemgedrag alsmede bij het stellen van vragen tijdens de algemene vergadering kunnen worden betrokken. Het tweede deel bevat een overzicht van de **verantwoordelijkheden** van aandeelhouders en dan met name van institutionele beleggers die beleggen in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Eumedion geeft daarbij een aantal handvatten op welke wijze verantwoording kan worden afgelegd over de tenuitvoerlegging van het stembeleid. Het derde deel bevat een aantal aanbevelingen over de organisatie van de algemene vergadering van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en enkele praktische aspecten van het uitbrengen van een stem op een algemene vergadering van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen.

Wij hopen dat deze nieuwe versie van het Handboek Corporate Governance een bijdrage zal leveren aan een verdere professionalisering en verdieping van het stembeleid van institutionele beleggers. De tekst van het handboek is afgesloten op 22 april 2008 en zal regelmatig worden geactualiseerd, onder meer aan de hand van nieuwe wet- en regelgeving en **best practices**.

Schiphol, 22 april 2008.

Roderick Munsters
(voorzitter)

Rients Abma
(directeur)

De tekst in dit handboek is met de grootst mogelijke zorgvuldigheid opgesteld. Wij kunnen echter geen garantie geven dat de informatie die in dit handboek is vervat op de datum waarop zij wordt ontvangen nog juist is of dat in de toekomst blijft. Eumedion kan daarom niet verantwoordelijk worden gesteld voor beslissingen die worden genomen op grond van de informatie in dit handboek.

DEEL I: RECHTEN VAN AANDEELHOUDERS

I.1 Overzicht van rechten van aandeelhouders

Volgens de Nederlandse corporate governance code dient de algemene vergadering zodanig invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van “checks and balances” in de vennootschap (principe IV.1 van de Nederlandse corporate governance code).

De wetgever heeft, mede vanuit deze optiek, de algemene vergadering als orgaan van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen de volgende wettelijke rechten toegekend:

Benoeming en ontslag bestuurders en commissarissen

- a) benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders, waarbij zij opgemerkt dat bestuurders van een structuurvennootschap worden benoemd door de raad van commissarissen (art. 2:134 BW; zie voor structuurvennootschappen art. 2:162 BW);
- b) benoeming, schorsing en ontslag van commissarissen, waarbij zij opgemerkt dat de algemene vergadering van structuurvennootschappen slechts de mogelijkheid heeft om de raad van commissarissen collectief te ontslaan (art. 2:142, 158 lid 4, 144, 161a BW);

Verantwoording van (financieel) beleid en toezicht

- c) nadere inlichtingen van het bestuur en van de raad van commissarissen (art. 2:107 lid 2 BW);
- d) decharge van bestuurders en van commissarissen (art. 2:101 lid 3 BW);
- e) vaststelling van de jaarrekening (art. 2:101 lid 3 BW);
- f) bestemming van de winst en de vaststelling van het dividend (art. 2:105 jo. 101 lid 6 BW; best practice bepaling IV.1.5 van de Nederlandse corporate governance code)²;
- g) benoeming van de externe accountant, tenzij anders bepaald (art. 2:393 lid 2 BW);

Bezoldiging

- h) vaststelling van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur (art. 2:135 lid 1 BW);
- i) vaststelling van de bezoldiging van commissarissen (art. 2:145 BW);
- j) goedkeuring van aandelen- en optieregelingen (art. 2:135 lid 3 BW);

Interne structuur

- k) statutenwijziging (art. 2:121 BW);
- l) besluit over voorstel van het bestuur om toepassing van de structuurregeling al dan niet voor te zetten nadat de vennootschap niet langer voldoet aan de wettelijke criteria voor toepassing van de structuurregeling (art. 2:154 lid 4 BW);
- m) omzetting (art. 2:18 jo. 71 BW);
- n) juridische fusie (art. 2:317 jo. 330 en 331 BW);
- o) juridische splitsing (art. 2:334 BW);
- p) aanwijzing van een vertegenwoordiger ingeval van tegenstrijdige belangen (art. 2:146 BW);
- q) uitgifte van aandelen dan wel delegatie van die bevoegdheid aan een ander orgaan (art. 2:96 BW);
- r) uitsluiting van het voorkeursrecht bij aandelenemissie dan wel de delegatie van die bevoegdheid aan een ander orgaan (art. 2:96a BW);
- s) inkoop van eigen aandelen dan wel de delegatie van die bevoegdheid aan een ander orgaan (art. 2:98 BW);
- t) kapitaalvermindering (intrekking van aandelen) (art. 2:99 en 2:100 BW);
- u) opdracht tot het aanvragen van faillissement (2:136 BW);

Openbaar bod en andere besluiten die het karakter of identiteit van de vennootschap doen wijzigen

- v) goedkeuring van bestuursbesluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of karakter van de vennootschap en haar onderneming (art. 2:107a BW);
- w) bespreking van een openbaar bod op de aandelen van de vennootschap (art. 18 lid 1 Besluit openbare biedingen Wft);
- x) het vrijstellen van een aandeelhouder of groep samenwerkende aandeelhouders van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen³ (art. 2 Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft).

Logistieke zaken

- y) delegatie van de bevoegdheid tot het bepalen van een registratiedatum (art. 2:119 BW);
- z) vaststelling van de taal waarin het jaarverslag en de jaarrekening worden opgemaakt (art. 2:391 lid 1 en 2:362 lid 7 BW);
- aa) het opstellen van gereguleerde informatie (jaarverslag, jaarrekening, de jaar- en/of halfjaar- en kwartaalcijfers, wijzigingen in rechten verbonden aan effecten, informatie in relatie tot obligatieneringen en overige koersgevoelige informatie) in uitsluitend de Engelse taal (ontwerp art. 5:25p Wft⁴);
- bb) het verzenden van informatie aan aandeelhouders langs elektronische weg (ontwerp art. 5:25k Wft⁵);

In aanvulling op de bovenstaande wettelijke rechten bevat de Nederlandse corporate governance code een aantal rechten voor de algemene vergadering. De Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zijn niet verplicht om deze rechten aan de algemene vergadering toe te kennen. In het geval zij deze rechten niet toekennen, dienen zij deze beslissing te motiveren. Het betreft de volgende rechten:

- a) bespreking van het reserverings- en dividendbeleid, in het bijzonder de hoogte en bestemming van de reservering en de hoogte en vorm van het dividend (best practice bepaling IV.1.4 van de Nederlandse corporate governance code);
- b) bespreking van elke substantiële verandering in de corporate governance structuur van de vennootschap en van de naleving van de Nederlandse corporate governance code (best practice bepaling I.2 van de Nederlandse corporate governance code).

Besluiten worden genomen bij gewone meerderheid van de ter vergadering uitgebrachte stemmen, tenzij de wet of de statuten een gekwalificeerde meerderheid en/of een quorum voorschrijft. Een wettelijke afwijking geldt bijvoorbeeld bij het doorbreken van de voordracht van de benoeming van een commissaris of bij het ontslag van de raad van commissarissen van een structuurvennootschap (quorum) en bij de uitsluiting of beperking van het voorkeursrecht bij de emissie van nieuwe aandelen (gekwalificeerde stemmeerderheid in het geval minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering aanwezig is). In de statuten van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen komt het vaak voor dat voor besluiten omtrent een statutenwijziging, de ontbinding van de vennootschap en het ontslag (op initiatief van (een) aandeelhouder(s)) van bestuurders en/of commissarissen een hogere, versterkte of gekwalificeerde meerderheden zijn voorgeschreven. Gangbaar is het vereiste van een meerderheid van tweederde van het aantal uitgebrachte stemmen vertegenwoordigende ten minste de helft van het geplaatste kapitaal.

3 Een dergelijk besluit dient te worden genomen met 95 procent van de uitgebrachte stemmen. Stemmen van de aandeelhouder of de groep van aandeelhouders die het onderwerp van de voorgestelde vrijstelling is, worden niet tot de uitgebrachte stemmen gerekend. Verder is bepaald dat de besluitvorming in de algemene vergadering dient plaats te vinden op een tijdstip dat, ten hoogste drie maanden, voorafgaat aan de verkrijging van overwegende zeggenschap van de betreffende aandeelhouder of groep van aandeelhouders.

4 Wetsvoorstel ter implementatie van de Transparantierichtlijn (kamerstukken 31 093); dit wetsvoorstel treedt waarschijnlijk op 1 oktober 2008 in werking.

5 Wetsvoorstel ter implementatie van de Transparantierichtlijn (kamerstukken 31 093); dit wetsvoorstel treedt waarschijnlijk op 1 oktober 2008 in werking.

Naast de hierboven genoemde bevoegdheden van de algemene vergadering als orgaan van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschap hebben aandeelhouders als individu dan wel als groep ook bepaalde rechten:

- a) aandeelhouders die alleen dan wel gezamenlijk ten minste een procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of aandelen houden met een gezamenlijke beurswaarde van ten minste 50 miljoen euro hebben het recht om onderwerpen ter behandeling in de algemene vergadering voor te dragen⁶. De statuten kunnen lagere drempels bevatten (art. 2:114a BW);
- b) aandeelhouders die alleen dan wel gezamenlijk ten minste tien procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, kunnen door de rechter op hun verzoek worden gemachtigd tot de bijeenroeping van een algemene vergadering. De statuten kunnen een lagere drempel bevatten (art. 2:110 BW);
- c) een aandeelhouder die 95 procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, heeft het recht om de resterende aandeelhouders uit te kopen (art. 2:92 BW en 2:359c BW);
- d) het recht om de aandelen aan te bieden aan de partij die als gevolg van een openbaar bod ten minste 95 procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt (art. 2:359d BW);
- e) het recht om een verzoek tot schadeloosstelling in te dienen indien de aandeelhouder tegen een fusiebesluit heeft gestemd waarbij de verkrijgende vennootschap een vennootschap naar het recht van een andere lidstaat van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte is (ontwerpartikel 2:333h BW)?
- f) aandeelhouders die alleen dan wel gezamenlijk ten minste tien procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of aandelen houden met een gezamenlijke nominale waarde van ten minste 225.000 euro kunnen de ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam verzoeken om een enquête in te stellen naar de gang van zaken in een vennootschap. De statuten kunnen lagere drempels bevatten (art 2:346 BW);
- g) elke aandeelhouder kan bij de ondernemingskamer correctie van de jaarrekening vorderen (art. 2:447 jo. 2:448 BW).

Aandeelhouders kunnen daarnaast nog (andere) civielrechtelijke of bestuursrechtelijke procedures initiëren (bijvoorbeeld door gebruikmaking van de Wet collectieve afwikkeling massaschade, het meedoen met *class actions* tegen Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen die hun aandelen (ook) aan een beurs in de Verenigde Staten hebben genoteerd of laten verhandelen of het in beroep gaan bij het College van beroep voor het bedrijfsleven over een beslissing van de Autoriteit Financiële Markten (AFM)).

1.2 Handvatten voor de deelnemers van Eumedion voor de beoordeling van de agendapunten van een algemene vergadering

In de hiernavolgende paragrafen geeft Eumedion een aantal handvatten voor de beoordeling van onderwerpen die veelal voorkomen op de agenda van algemene vergaderingen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. De handvatten zijn niet uitputtend en zijn bedoeld om in overweging te nemen bij de besluitvorming over de stembepaling dan wel de discussie op de algemene vergadering. Ten aanzien van een aantal specifieke agendapunten heeft Eumedion aanbevelingen opgesteld. De aanbevelingen die bij sommige paragrafen zijn genoemd zullen nooit blindelings moeten leiden tot het geven van gerichte stemvolmachten. Steeds zal een institutionele belegger – eventueel op basis van deskundig extern advies per onderneming per agendapunt – een oordeel moeten vormen over zijn stemgedrag, waarbij de omstandigheden van het geval zwaar zullen meewegen.

⁶ Het kabinet is voornemens om de wettelijke drempel op 3 procent van het geplaatste kapitaal te leggen, waarbij het 'nominale waarded criterium' komt te vervallen (Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 1 en het voorontwerp van 3 januari 2008 van het voorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (www.minfin.nl)).

⁷ Wetsvoorstel ter implementatie van de Fusierichtlijn (kamerstukken 30 929); dit wetsvoorstel treedt waarschijnlijk in het voorjaar van 2008 in werking.

1.2.1 Bespreking jaarverslag

Dit onderdeel van de agenda is geen stempunt; het verslag van het bestuur en het verslag van de raad van commissarissen over het voorbije boekjaar worden onder dit agendapunt besproken.

Aandachtspunten voor de bespreking van het jaarverslag zijn:

- Is er voldoende en inzichtelijke informatie opgenomen over de missie, de strategie en de operationele doelstellingen?
- Is er een inzichtelijke risicoparagraaf opgenomen en een heldere beschrijving van de interne risicobeheersings- en controlesystemen?
- Is helder aangegeven wat de belangrijkste risico's zijn en is daarbij aangegeven wat in het geval deze risico's zich voordoen de impact zal zijn op het resultaat en het eigen vermogen?
- Is de verantwoording van de verrichte toezichts- en adviestaken van de raad van commissarissen in het verslag van de raad van commissarissen opgenomen en voldoende uitgebreid en inzichtelijk?
- Is de verslaggeving over de naleving van de Nederlandse corporate governance code voor institutionele beleggers aanvaardbaar? Is de motivering van eventuele afwijkingen voor institutionele beleggers aanvaardbaar en niet clichématig?
- Is het remuneratierapport voldoende helder en inzichtelijk? Is voldoende informatie opgenomen over de maatstaven op grond waarvan korte termijn bonussen worden uitgekeerd en op grond waarvan lange termijn bonussen worden toegekend? Is alle informatie die op grond van de Nederlandse corporate governance is voorgeschreven opgenomen in het remuneratierapport? Houdt de vennootschap zich aan de aanbevelingen van Eumedion op het terrein van de bezoldiging van bestuurders (bijlage I)?
- Heeft de vennootschap een heldere paragraaf over maatschappelijk verantwoord ondernemen in het jaarverslag opgenomen?
- Is er een helder en inzichtelijk overzicht opgenomen inzake de (potentieel inzetbare) beschermingsconstructies en is door het bestuur aangegeven waarom de bestaande beschermingsconstructies dienen te worden gehandhaafd?
- Zijn de in paragraaf III.1 genoemde aandachtspunten inzake de organisatie van de algemene vergadering door de vennootschap opgevolgd?

1.2.2 Vaststelling jaarrekening

Dit is, op grond van de Nederlandse wetgeving, een stempunt op de algemene vergadering. Consequentie van niet-vaststelling is dat geen dividend kan worden uitgekeerd en geen eigen aandelen kunnen worden ingekocht (onder de voorwaarde dat de algemene vergadering daarmee heeft ingestemd; zie paragraaf 1.2.14). De algemene vergadering kan tijdens de vergadering de jaarrekening niet aanpassen; zij kan wel voorstellen voor aanpassing doen. Daarvoor dient echter eerst de externe accountant te worden geraadpleegd die hierbij een verklaring dient af te geven. Er dient vervolgens een nieuwe algemene vergadering te worden uitgeschreven om de jaarrekening te doen vaststellen.

Toetspunten bij het voorstel tot vaststelling van de jaarrekening zijn:

- Heeft de externe accountant een goedkeurende verklaring met beperkingen of een oordeelsonthouding afgegeven?
- Heeft de ondernemingsleiding voldoende inzicht geboden in de financiële verslaggeving en de maatstaven die zijn gebruikt om beoordelingen te geven en schattingen van activa- en passivaposten te doen?
- Is de vennootschap zonder toereikende toelichting overgegaan op andere waarderingsgrondslagen?
- In het geval van lopende en redelijk te verwachten claims tegen de vennootschap: is hiervoor een reservering opgenomen?
- Zijn de waarderingsgrondslagen nog steeds actueel ('going concern', gewijzigde marktomstandigheden)?

- Zijn de eventuele aanbevelingen van de AFM dan wel van de ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam over de financiële verslaggeving van de betreffende vennootschap opgevolgd?

1.2.3 Corporate governance beleid

Dit is (minimaal) een discussiepunt tijdens de algemene vergadering. Vennootschappen kunnen ervoor kiezen om het corporate governance beleid ter stemming aan de algemene vergadering voor te leggen.

Aandachtspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wordt het corporate governance beleid, zoals aanbevolen door Eumedion, ter stemming aan de algemene vergadering voorgelegd?
- Past de vennootschap de bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code in hoge mate toe?
- Is de verslaggeving over de naleving van de Nederlandse corporate governance code adequaat? Is de motivering van eventuele afwijkingen voor institutionele beleggers aanvaardbaar en niet clichématig?
- Het ligt in de rede om kritische vragen te stellen en kanttekeningen te plaatsen bij voorstellen tot dan wel verslaggeving van een toename van het aantal bepalingen waarvan wordt afgeweken.

1.2.4 Dividendbeleid en winstverdeling

Dit is (minimaal) een discussiepunt op de algemene vergadering. Vennootschappen kunnen ervoor kiezen om het dividendbeleid ter stemming aan de algemene vergadering voor te leggen.

Aandachtspunten bij dit agendapunt zijn:

- Is het dividendbeleid voldoende inzichtelijk en helder beschreven?
- Is er sprake van een bestendig en voorspelbaar dividendbeleid?
- Is voldoende geconcretiseerd welk percentage van de winst in ieder geval zal worden uitgekeerd en hoe dit percentage precies wordt berekend? Welke winstmaatstaf wordt bijvoorbeeld gehanteerd?
- Is er een goede aansluiting tussen het dividendbeleid en het dividendvoorstel?
- Wordt het dividendbeleid periodiek geëvalueerd en wordt de algemene vergadering van de uitkomsten op de hoogte gesteld?

1.2.5 Bestemming van de winst en de hoogte van het dividend

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. De algemene vergadering kan tijdens de vergadering het voorstel echter wijzigen. Daarvoor dient eerst de jaarrekening te worden aangepast, waarbij de externe accountant dient te worden geraadpleegd en die een verklaring hierbij dient af te geven. Er dient vervolgens een nieuwe algemene vergadering te worden uitgeschreven om de hoogte van het dividend te doen vaststellen.

Toetspunten hierbij zijn:

- Past de hoogte van de dividendumuitkering in het dividendbeleid van de vennootschap?
- Wat is de hoogte van de dividendumuitkering en dividendrendement in vergelijking met de vennootschappen in de referentiegroep?
- Hoe is de relatie tussen de dividendumuitkering en de kaspositie?
- Hoe is de relatie tussen de dividendumuitkering en de eventuele inkoop van eigen aandelen?
- Is inzichtelijk gemaakt waarom een deel van de winst wordt bestemd voor reservevorming en welk deel uiteindelijk via de uitkering van dividend dan wel via de inkoop van eigen aandelen voor de aandeelhouders is bestemd en hoe dit past in de strategie van de vennootschap?

1.2.6 Decharge bestuurders en commissarissen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. Het gevolg van het verlenen van decharge aan bestuurders en commissarissen is dat de algemene vergadering later niet meer op onderdelen van het beleid en toezicht terug kan komen, met uitzondering van zaken die worden verzwegen, niet kenbaar waren of medegedeeld zijn dan wel opzettelijk misleidend zijn. Het onthouden van decharge wordt gezien als een corrigerend gebaar. De laatste tijd wordt dit agendapunt vaker 'gebruikt' om het ongenoegen over het gevoerde beleid naar voren te brengen, zonder dat (direct) het vertrouwen in het bestuur en/of de raad van commissarissen hoeft te worden opgezegd.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Lopen er nog gerechtelijke procedures tegen de vennootschap, een bestuurder of tegen een commissaris?
- Indien de jaarrekening niet wordt vastgesteld, ligt het niet voor de hand om bestuurders en commissarissen te dechargeren.
- Heeft het bestuur in het voorgaande boekjaar adequaat gereageerd op de wensen van aandeelhouders t.a.v. de strategie en het beleid van het bestuur? Heeft de raad van commissarissen hierbij een goede, bemiddelende rol gespeeld?
- Heeft de ondernemingsleiding adequaat gereageerd op de aanbevelingen die in voorgaande algemene vergaderingen door aandeelhouders zijn gedaan?
- Is de mate van toepassing van de Nederlandse corporate governance code op voldoende hoog niveau dan wel zijn vanuit het perspectief van institutionele beleggers aanvaardbare redenen gegeven voor de afwijkingen van de codebepalingen?

1.2.7 Benoeming bestuurders

Dit is een stempunt op de algemene vergadering van de beursgenoteerde vennootschappen die geen structuurvennootschappen zijn. Bij vennootschappen die het volledige structuurregime toepassen, worden bestuurders benoemd door de raad van commissarissen. Bij de beursgenoteerde vennootschappen die het structuurregime niet hoeven toe te passen, kunnen extra, statutaire eisen zijn gesteld aan een besluit van de algemene vergadering (bijvoorbeeld gekwalificeerde stemmeerderheid, quorumeis of beide) om de voordracht voor de benoeming van een bestuurder af te wijzen. Indien de betreffende kandidaat door de algemene vergadering wordt afgewezen, dient in een nieuwe algemene vergadering een nieuwe voordracht te worden gepresenteerd, waarbij het aannemelijk is dat met de gevoelens van de algemene vergadering rekening is gehouden.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wat is de kwaliteit van de kandidaat; hoe ziet zijn curriculum vitae eruit?
- Wat is de staat van dienst van de betreffende persoon bij zijn vorige werkgever(s) c.q. – indien van toepassing – als commissaris bij een andere vennootschap, mede op het gebied van de omgang met aandeelhouders?
- Zijn er redenen om te twifelen aan de integriteit en betrouwbaarheid van de betreffende kandidaat?
- Past de betreffende kandidaat in het streven naar meer kwaliteit en diversiteit in de samenstelling van het bestuur?
- Wordt de bestuurder benoemd voor een periode van vier jaar conform best practice bepaling II.1.1 van de Nederlandse corporate governance code?
- Voldoet de betreffende persoon aan best practice bepaling II.1.7 van de Nederlandse corporate governance code (maximering aantal commissariaten)?
- Past zijn bezoldigingspakket in het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid en voldoet dat aan de bepalingen die de Nederlandse corporate governance code stelt en is dat in lijn met de Eumedion-aanbevelingen (bijlage I)?
- In het geval van een herbenoeming: heeft de raad van commissarissen de voorgaande benoemingsperiode geëvalueerd en wat zijn de uitkomsten daarvan?

1.2.8 Benoeming commissarissen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. De algemene vergadering van structuurvennootschappen kan met een gewone stemmeerderheid⁸ vertegenwoordigende minimaal eenderde van het geplaatste kapitaal de betreffende kandidaat afwijzen. Bij de beursgenoteerde vennootschappen die niet het structuurregime toepassen, kunnen extra, statutaire eisen zijn gesteld aan een besluit van de algemene vergadering (bijvoorbeeld gekwalificeerde stemmeerderheid⁹, quorumeis¹⁰ of beide) om de voordracht voor de benoeming van een commissaris af te wijzen. Indien de betreffende kandidaat door de algemene vergadering van aandeelhouders wordt afgewezen, dient in een nieuwe algemene vergadering een nieuwe voordracht te worden gepresenteerd, waarbij het aannemelijk is dat met de gevoelens van de algemene vergadering rekening is gehouden.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wat is de kwaliteit van de kandidaat; hoe ziet zijn curriculum vitae eruit?
- Wat is de staat van dienst van de betreffende persoon bij zijn werkgever c.q. – indien van toepassing – als commissaris van (een) andere vennootschap(pen), mede op het gebied van de omgang met aandeelhouders?
- Zijn er redenen om te twifelen aan de integriteit en betrouwbaarheid van de betreffende kandidaat?
- Wordt de commissaris benoemd voor een periode van vier jaar conform best practice bepaling III.3.5 van de Nederlandse corporate governance code?
- Geeft de vennootschap op steekhoudende wijze aan dat de betreffende persoon past in de profielschets van de raad van commissarissen?
- Heeft de raad van commissarissen voor de invulling van de vacature ook buiten bestaande netwerken geworven?
- Past de betreffende kandidaat in het streven naar meer kwaliteit en diversiteit in de samenstelling van de raad van commissarissen?
- Voldoet de betreffende persoon aan best practice bepaling III.3.4 van de Nederlandse corporate governance code (maximering aantal commissariaten)?
- Voldoet de raad van commissarissen na benoeming van de betreffende persoon aan het gestelde in best practice bepaling III.2.1 van de Nederlandse corporate governance code (maximaal één niet-onafhankelijke commissaris in de raad van commissarissen)?
- In het geval van een herbenoeming: heeft de raad van commissarissen de voorgaande benoemingsperiode geëvalueerd en wat zijn de uitkomsten daarvan?
- In het geval van herbenoeming: voldoet de betreffende persoon aan het gestelde in best practice bepaling III.3.5 van de Nederlandse corporate governance code (maximaal twee herbenoemingen)?
- In het geval van herbenoeming: is de betreffende persoon in de voorgaande benoemingsperiode voldoende aanwezig geweest bij de vergaderingen van de raad van commissarissen?

1.2.9 Vaststelling bezoldigingsbeleid van het bestuur en goedkeuring van optie- en aandelenregelingen

a. Vaststelling van het bezoldigingsbeleid van het bestuur

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. De algemene vergadering kan wijzigingen in het voorgestelde bezoldigingsbeleid voorstellen. In de praktijk moet het concept dan weer terug naar de raad van commissarissen, moet er eventueel een nieuwe vergadering worden uitgeschreven en moet er opnieuw worden gestemd.

8 Dit is: de helft van het aantal uitgebrachte stemmen plus 1.

9 Een hogere stemmeerderheid dan de helft plus 1; veel voorkomende gekwalificeerde stemmeerderheden die in de statuten worden gebruikt, zijn tweederde van het aantal uitgebrachte stemmen en 75 procent van het aantal uitgebrachte stemmen.

10 Hiermee wordt bedoeld dat een bepaald gedeelte van het geplaatste kapitaal op de algemene vergadering vertegenwoordigd dient te zijn om rechtsgeldige besluiten te kunnen nemen.

b. Goedkeuring van optie- en aandelenregelingen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. De algemene vergadering kan geen wijzigingen doorvoeren in de optie- en aandelenregelingen. Consequentie van afkeuring is wel dat de conceptregeling terug moet naar de raad van commissarissen die een nieuwe regeling ter goedkeuring voorlegt aan de algemene vergadering. In de tussentijd blijft het eerdere, door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid gelden c.q. de door de algemene vergadering goedgekeurde aandelen- en/of optieregeling.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wordt in voldoende mate voldaan aan de aanbevelingen van Eumedion betreffende bestuurdersbezoldiging (bijlage I)?
- Worden de bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code op het terrein van bezoldiging van bestuurders (paragraaf II.2) in voldoende mate toegepast c.q. worden voor institutionele beleggers aanvaardbare argumenten gegeven voor afwijkingen van de codebepalingen?
- Worden de aanbevelingen van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code in voldoende mate nageleefd¹¹?

I.2.10 Vaststelling van de bezoldiging van commissarissen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. De algemene vergadering kan wijzigingen in de voorgestelde bezoldiging voorstellen. In de praktijk moet het concept dan weer terug naar de raad van commissarissen, moet er eventueel een nieuwe vergadering worden uitgeschreven en moet er opnieuw worden gestemd.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Worden de bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code op het terrein van bezoldiging van commissarissen (paragraaf III.7) in voldoende mate toegepast c.q. worden voor institutionele beleggers aanvaardbare argumenten gegeven voor afwijkingen van de codebepalingen?
- Wordt voldaan aan de aanbeveling 30 van de Eumedion-aanbevelingen betreffende bestuurdersbezoldiging (bijlage I)? Deze aanbeveling ziet op de bezoldiging van *non executives* in een *one tier board* structuur.
- Wordt een voorgestelde wijziging in de bezoldiging van commissarissen voldoende gemotiveerd?

I.2.11 Voorstel voor statutenwijziging

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. Voor sommige wijzigingen kunnen – op grond van de statuten – gekwalificeerde stemmeerderheden gelden.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Indien de statutenwijziging ziet op het inperken van de bestaande rechten van gewone aandeelhouders ligt het in de rede om tegen de wijziging te stemmen.
- Indien de wijziging ziet op een uitbreiding van de bevoegdheden van aandeelhouders ligt het in de rede om voor het voorstel te stemmen.
- Indien de wijziging ziet op een verbeterde toepassing van de Nederlandse corporate governance code door de vennootschap ligt het in de rede om voor te stemmen.
- Gecompliseerd ligt het wanneer er meerdere wijzigingsvoorstellen voorliggen met tegenstrijdige uitwerking voor de rechten van aandeelhouders. In ieder geval zou in dat geval kunnen worden gevraagd om een 'ontbundeling' van de voorstellen (zie ook paragraaf III.1).

I.2.12 Benoeming externe accountant

Dit is een stempunt op de algemene vergadering.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Is inzichtelijk welke taakopdracht de raad van commissarissen aan de externe accountant wil geven?
- Heeft de raad van commissarissen een inzichtelijke en vergelijkende kostenanalyse gemaakt van accountantsorganisaties die in aanmerking komen voor de taakopdracht?
- In het geval van een wijziging van de externe accountant die niet is ingegeven door de wettelijke verplichting tot wijziging van de externe accountant: heeft de vennootschap goede redenen voor deze wijziging gegeven?
- Heeft de raad van commissarissen een grondige beoordeling van het functioneren van de huidige externe accountant gemaakt en wat zijn de belangrijkste conclusies van deze evaluatie?
- Wat is de staat van dienst van de externe accountant en van de organisatie waarbij hij werkzaam is?
- Is de organisatie waar de externe accountant werkzaam is in het bezit van een vergunning van de AFM?
- Zijn er redenen om te twifelen aan de integriteit en betrouwbaarheid van de organisatie waar de externe accountant werkzaam is?
- Wat is de verhouding tussen het bedrag dat de vennootschap betaalt voor de controlewerkzaamheden van de externe accountant en dat voor de niet-controlewerkzaamheden die door dezelfde organisatie worden verricht waar de externe accountant werkzaam is?

I.2.13 Delegatie emissiebevoegdheid gewone en preferente aandelen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Neemt de vennootschap de aanbevelingen van Eumedion inzake de delegatie van de emissiebevoegdheid (zie bijlage II) voldoende in acht?

I.2.14 Machtiging aan het bestuur tot het inkopen van eigen aandelen

Dit is een stempunt op de algemene vergadering. Een machtiging kan niet worden gegeven indien de jaarrekening niet is vastgesteld.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Heeft de vennootschap een mutatieoverzicht van de ontwikkelingen in het aantal ingekochte aandelen in het jaarverslag opgenomen, zodat het mogelijk is om een goed inzicht te krijgen in de ontwikkeling van het aantal ingekochte eigen aandelen gedurende het boekjaar? Geeft de vennootschap inzicht in de positie van de ingekochte aandelen gedurende het boekjaar, alsmede de condities waartegen de inkopen hebben plaatsgevonden?
- Heeft de vennootschap genoeg kasmiddelen om de eigen aandelen in te kopen, zonder dat de solvabiliteit en liquiditeit van de vennootschap in gevaar komt?
- Is goed beschreven voor welke doeleinden de eigen aandelen worden ingekocht (bijvoorbeeld ter dekking van de verplichting tot levering van aandelen aan hen die daarop rechten hebben verkregen, zoals houders van aandelenopties en conversierechten en ter uitkering van stockdividend, ter ondersteuning van de koers of om "overtollige" kasmiddelen terug te sluisen naar aandeelhouders, mede om de kapitaalstructuur te "reorganiseren")?
- Is goed beschreven waarom de vennootschap wil overgaan tot het inkopen van eigen aandelen in plaats van het verhogen van het dividend? Is beschreven waarom de eventuele inkoop van eigen aandelen bijdraagt aan de realisatie van de strategie van de vennootschap?

- Is goed beschreven hoe de eigen aandelen worden verkregen? Is de gelijke behandeling van aandeelhouders ten tijde van de inkoop van eigen aandelen gewaarborgd?
- Is goed aangegeven tussen welke grenzen de inkoopprijs moet liggen? Eumedion heeft aanbevolen om zoveel mogelijk te vermijden dat de aandelen tegen een prijs die boven de beurskoers ligt in te kopen. De prijs mag in ieder geval niet meer dan 5 procent boven de beurskoers bedragen. De vennootschap kan ook kiezen voor een gemiddelde beurskoers over een bepaalde periode die niet langer mag zijn dan 5 dagen.
- Wat zijn de gevolgen van de inkoop van de eigen aandelen voor de liquiditeit van het aandeel?

Indien het bestuur de ingekochte eigen aandelen wil intrekken, is daarvoor een besluit van de algemene vergadering nodig.

1.2.15 Goedkeuring majeure transacties

Dit is een stempunt op de algemene vergadering.

Toetspunten bij dit agendapunt zijn:

- Wordt door het bestuur op overtuigende wijze aangetoond hoe het belang van de (minderheids) aandeelhouders is gewogen in verhouding tot andere belangen?
- In het geval van een overname: past deze overname in de strategie van de vennootschap? Is voldoende inzichtelijk gemaakt wat de risico's verbonden aan de overname zijn?
- In het geval van een overname: is op overtuigende wijze aangetoond dat de synergievoordelen groter zijn dan de kostprijs van de overname, waarbij rekening is gehouden met de zogenoemde integratiekosten en de kosten van de financiering van de overname? Kunnen de geprognosticeerde synergievoordelen concreet in cijfers worden uitgedrukt, met daarbij een concreet tijdspad? Heeft het bestuur een overtuigend implementatietraject aan de algemene vergadering overgelegd, voor zien van scenario's en evaluatiemomenten?
- In het geval van een overname: kan het bestuur aangeven op welke wijze de prijs voor de overname tot stand is gekomen? Heeft een niet bij de transactie betrokken bank of accountantskantoor een inzichtelijke *fairness* opinie afgegeven, waarbij inzicht wordt gegeven in de gehanteerde prognoses voor de onderneming die wordt overgenomen? Zijn er *fairness* opinies afgegeven die niet zijn gepubliceerd?
- In geval van afstoting van een divisie of deelneming: is op overtuigende wijze aangetoond dat de maximaal haalbare prijs is bedongen?
- Hoe past de overname/afstoting in de lange termijn strategie van de vennootschap?

1.2.16 Aandeelhoudersvoorstellen

Een onderwerp, aangedragen door één of meerdere aandeelhouders die gebruik hebben gemaakt van het agenderingsrecht, kan ter bespreking dan wel ter stemming worden gebracht. De stemming over het aandeelhoudersvoorstel kan een bindend dan wel een niet-bindend karakter hebben. Indien het voorstel ziet op een terrein waarop de algemene vergadering op grond van de wet of statuten bevoegdheid bezit, dan is de stemming bindend. In alle overige gevallen is de stemming niet bindend, maar is de uitslag van de stemming wel een signaal richting het bestuur en de raad van commissarissen. Van geval tot geval dient een oordeel over een aandeelhoudersvoorstel te worden gevormd, waarbij de toetspunten bij de hiervoor aangegeven agendapunten kunnen worden betrokken.

DEEL II: VERANTWOORDELIJKHEDEN VAN AANDEELHOUDERS

II.1 Overzicht van de verantwoordelijkheden voor (bepaalde) aandeelhouders

Het aantal aandeelhoudersrechten is de laatste jaren uitgebreid. Op aandeelhouders rust de taak om verantwoord met deze bevoegdheden om te gaan. De laatste tijd worden aandeelhouders ook steeds meer gewezen op deze verantwoordelijkheid. De hiernavolgende verplichtingen en gedragsregels voor aandeelhouders kunnen worden gedestilleerd uit de wet- en regelgeving, de Nederlandse corporate governance code, de rapportages van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code en uit de jurisprudentie.

Transparantie

- a) wettelijke plicht tot onverwijld melding van de verkrijging of vervreemding van effecten als bepaalde drempelwaarden van het geplaatste kapitaal en/of stemrechten worden over- dan wel onderschreden (5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 en 95 procent¹²) [art. 5:38 lid 3 en 5:39 lid 2 Wft];
- b) institutionele beleggers dienen op een zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen (principe IV.4 van de Nederlandse corporate governance code);
- c) institutionele beleggers 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 vennootschap (best practice bepaling IV.4.1 van de Nederlandse corporate governance code)¹³;
- d) 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 (best practice bepaling IV.4.2 van de Nederlandse corporate governance code);
- e) institutionele beleggers brengen ten minste eenmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op de algemene vergaderingen (best practice bepaling IV.4.3 van de Nederlandse corporate governance code).

Omgangsvorm met de vennootschap en met medeaandeelhouders

- a) een aandeelhouder die een omvangrijk pakket aandelen houdt, dient op grond van de redelijkheid en billijkheid o.a. opening van zaken te geven en redelijk overleg te plegen met de betreffende vennootschap¹⁴. Hij zal daarbij moeten aangeven of het verworven pakket uitsluitend voor beleggingsdoeleinden dient of dat hij met het verworven pakket invloed op het beleid van de vennootschap wil gaan uitoefenen (en daartoe bijvoorbeeld een zetel in het bestuur of in de raad van commissarissen wenst) of dat het verworven belang de basis vormt voor de verwerving van een meerderheidsbelang welke op haar beurt moet leiden tot verwerving van de absolute zeggenschap over de vennootschap. De betreffende vennootschap heeft de verplichting om kennis te nemen van de intenties van de aandeelhouder en deze intenties te onderzoeken (jurisprudentie¹⁵).
- b) aandeelhouder en doelvennootschap hebben vervolgens de plicht om met elkaar overleg te voeren (jurisprudentie¹⁶).
- c) de algemene vergadering kan over de strategie haar opvattingen tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. De algemene vergadering dient bij de

12 Het kabinet is voornemens om een additionele drempelwaarde te introduceren welke op 3 procent van het geplaatste kapitaal of stemrechten komt te liggen (Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 1 en het voorontwerp van 3 januari 2008 van het voorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (www.minfin.nl))

13 De onderdelen c, d en e hebben voor institutionele beleggers een wettelijke basis in de Wet op het financieel toezicht, waarbij de 'pas toe of leg uit'-regel geldt.

14 Het kabinet is voornemens om wettelijk te regelen dat aandeelhouders die een bepaald stemmenbelang vertegenwoordigen worden verplicht hun intenties openbaar te maken (Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 1, alsmede het voorontwerp van 3 januari 2008 van het voorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (www.minfin.nl)).

15 Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, JOR 1999, 89 (Breevast), r.o. 4.16 en Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, JOR 2002, 82 (Rodamco North America), r.o. 3.8 en 3.9.

16 Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, JOR 2001, 55 (Gucci), r.o. 4.6.

- uitoefening van deze rechten de redelijkheid en billijkheid in acht te nemen (jurisprudentie¹⁷).
- d) is een grootaandeelhouder het niet eens met de strategie of het beleid van de vennootschap, dan moet hij geloofwaardige alternatieven presenteren en hierover overleg plegen met het bestuur. Als dat niet gebeurt dan is een beleidswijziging die een grootaandeelhouder wil doorvoeren te riskant voor andere belanghebbenden, zoals werknemers en minderheidsaandeelhouders (jurisprudentie¹⁸).
- e) institutionele beleggers zijn bereid om een dialoog met de vennootschap aan te gaan, wanneer zij de uitleg van de vennootschap ten aanzien van een afwijking van een best practice bepaling uit de Nederlandse corporate governance code niet aanvaarden. Uitgangspunt daarbij is de erkenning dat corporate governance een kwestie van maatwerk is en dat afwijkingen van individuele bepalingen door een vennootschap zeer wel gerechtvaardigd kunnen zijn (principe IV.4 van de Nederlandse corporate governance code).
- f) een aandeelhouder maakt pas gebruik van zijn eventuele agenderingsrecht nadat hij daaromtrent in contact is getreden met het bestuur van de vennootschap. Indien de agendering van een onderwerp naar verwachting kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, waaronder het ontslag van zittende bestuurders en/of commissarissen en de benoeming van andere bestuurders en/of commissarissen, dan dient het bestuur een “responstijd” van 180 dagen te worden gegund teneinde een mening te vormen over de opvatting van de aandeelhouder en eventuele alternatieven in kaart te brengen en te verkennen. Deze responstijd geldt ook voor een verzoek tot het bijeenroepen van een buitengewone algemene vergadering (aanbeveling van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code¹⁹).
- g) indien een aandeelhouder of een groep samenwerkende aandeelhouders ten minste dertig procent van de stemrechten verwerft, geldt de verplichting om een openbaar bod op alle aandelen van de vennootschap uit te brengen (art. 5:70 jo. 1:1 Wft).

In aanvulling op het bovenstaande geldt het beginsel van het Nederlandse vennootschapsrecht dat de uitoefening van rechten en bevoegdheden kan worden getoetst aan de gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW). Deze norm zal eerder worden bereikt wanneer de invloed van de belegger groter is, bijvoorbeeld omdat hij een relatief groot aandelenpakket in een vennootschap heeft. Ook in specifieke andere situaties kan de aandeelhouder niet geheel zijn eigen belang dienen bij het uitoefenen van het stemrecht. Dit geldt bijvoorbeeld in de situatie dat de aandeelhouder het aandelenbelang in de betreffende vennootschap niet alleen voor financiële doeleinden houdt, maar dat er ook andere belangen spelen. Zo kan de aandeelhouder bijvoorbeeld een concurrent van de vennootschap zijn of kan de aandeelhouder direct belang hebben bij een transactie met de vennootschap. Bij de uitoefening van zijn rechten behoort deze aandeelhouder zich redelijk en billijk te gedragen. Hieruit volgt dat hij altijd de eventuele consequenties van zijn stemgedrag op de continuïteit van de bedrijfsvoering moet meewegen in de besluitvorming om voor of tegen een voorstel te stemmen²⁰.

II.2 Formulering van het stembeleid door institutionele beleggers

Eumedion heeft in september 2006 een handleiding gepubliceerd betreffende de uitleg van de bepalingen uit de Code Tabaksblat die betrekking hebben op institutionele beleggers (paragraaf IV.4 uit de code; herhaald in bijlage III van dit Handboek). Deze handleiding heeft nog steeds actualiteitswaarde en is integraal in bijlage III opgenomen.

¹⁷ Hof Amsterdam (OK), 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork), r.o.3.14 en HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN AMRO Holding), r.o. 4.3.

¹⁸ Hof Amsterdam (OK), 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork), r.o. 3.17.

¹⁹ Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code, "Nadere uitwerking van de Code", aanbeveling 4, mei 2007.

²⁰ Zie ook R. Abma, "Het stemproces van institutionele beleggers" in G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma, Achter de schermen van beursaandeelhouders, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2007.

II.3 ICGN-verklaring inzake verantwoordelijkheden van aandeelhouders

Het International Corporate Governance Network (ICGN), de internationale organisatie waarin institutionele beleggers samenwerken op het terrein van corporate governance, heeft in juli 2007 een statement gepubliceerd over de verantwoordelijkheden van aandeelhouders. Dit statement is geaccordeerd door het bestuur van Eumedion en onder de aandacht van haar deelnemers gebracht. De paragraaf over de “externe verantwoordelijkheden” voor institutionele beleggers is opgenomen in bijlage IV van dit document.

II.4 Het uitlenen van aandelen of andere effecten (*securities lending*)

Het komt veelvuldig voor dat institutionele beleggers (een deel van hun) aandelen juridisch overdragen aan een partij die om verschillende redenen deze aandelen op korte termijn moet leveren, ook wel *securities lending* genoemd. De ‘inlener’ verplicht zich tegelijkertijd om op een later tijdstip een gelijk aantal van dezelfde aandelen terug te leveren, onder betaling van een ‘leenvergoeding’. De praktijk van *securities lending* leidt tot een dilemma op het terrein van corporate governance. De institutionele belegger zal de hoogte van de uitleenvergoeding, die ten gunste van zijn begunstigen kan worden verdiend, dienen af te wegen tegen de baten van het stemmen op de algemene vergadering. *Securities lending* zou afbreuk kunnen doen aan het streven om de participatie van aandeelhouders in de besluitvorming op de algemene vergadering te verhogen en om – dientengevolge – op zoveel mogelijk aandelen te stemmen. Het is in de praktijk niet (afdwingbaar dat of) controleerbaar of en hoe de inlener de stemrechten op de ingeleende aandelen uitoefent. Het kan zeer wel zijn dat de partijen die de aandelen hebben ingeleend het stemrecht uitoefenen op een wijze die haaks staat op het stembeleid van de institutionele belegger die economisch eigenaar is van de aandelen. Dit past niet goed bij de fiduciaire verantwoordelijkheid van de institutionele belegger om (ook) de zeggenschapsrechten verbonden aan aandelen op een juiste en verantwoorde manier te beheren.

Eumedion heeft in 2006 in haar evaluatie van het jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006 de positie ingenomen dat het uitlenen van aandelen door institutionele beleggers in voor de beursgenoteerde vennootschap “event driven situaties” moet worden ontmoedigd. Indien een bepaalde algemene vergadering een dergelijke *event driven* situatie kan opleveren, attendeert Eumedion haar deelnemers hierop. Zij geeft de deelnemers in overweging om de eventueel uitgeleende aandelen voor de registratiedatum die voor deze algemene vergadering geldt, terug te halen.

Verder steunt Eumedion de Securities Lending Code van de ICGN, die in juli 2007 is gepubliceerd. In deze code zijn de aandachtspunten voor institutionele beleggers t.a.v. het uitlenen van aandelen opgesomd. De Securities Lending Code is integraal in bijlage V bij dit document opgenomen.

II.5 Samenwerking met andere aandeelhouders (*acting in concert*)

II.5.1 Verplichte melding van een substantiële deelneming in een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap

Aandeelhouders zijn steeds actiever en maken steeds meer gebruik van hun aandeelhoudersrechten. Institutionele beleggers die hun rol als actieve aandeelhouder serieus nemen, kunnen met elkaar in contact treden. Zij doen dit over het algemeen met het doel om informatie en onderzoeksinspanningen te kunnen delen. Echter, onder omstandigheden kan hechte samenwerking tussen aandeelhouders tot een meldplicht op grond van artikel 5:45, lid 5 Wft leiden. Op grond van dit artikel wordt iemand geacht te beschikken over stemmen waarover een andere partij beschikt, indien hij met deze partij een (mondelinge of schriftelijke) overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een “duurzaam gemeenschappelijk beleid” (in ieder geval langer durend dan een enkele algemene vergadering) inzake het uitbrengen van stemmen, ook wel *acting in concert* genoemd. Dit is een zogenoemde melding van substantiële deelnemingen op grond waarvan aandeelhouders bij het bereiken/onderschrijven van bepaalde in hoofdstuk 5.3 van de Wft genoemde drempelwaarden een melding moeten doen aan de AFM. De minimumdrempel voor

het doen van een melding is thans gesteld op ten minste 5 procent van het geplaatst kapitaal of stemmen in een beursgenoteerde vennootschap. De consequentie van de melding is dat de melding wordt opgenomen in een register dat toegankelijk is voor het publiek. Voor institutionele beleggers is het van belang dat zij weten wanneer de samenwerking zo hecht is dat deze wordt aangemerkt als *acting in concert*. Wanneer duidelijkheid bestaat in welke situaties sprake is van *acting in concert* wordt voorkomen dat institutionele beleggers bij niet-naleving van de meldingsregels, terecht, maar wellicht ook onterecht, te maken krijgen maken met negatieve publiciteit of worden geconfronteerd met bestuursrechtelijke en/of civielrechtelijke sancties²¹.

Ter verduidelijking van de vraag wanneer sprake is van *acting in concert* in de zin van hoofdstuk 5.3 van de Wft heeft Eumedion aan de AFM de vraag gesteld onder welke omstandigheden bepaalde activiteiten van de Beleggingscommissie van Eumedion mogelijk kunnen worden gekwalificeerd als *acting in concert*. De correspondentie hierover is weergegeven in bijlage VI van dit handboek.

II.5.2 Verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen van een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap

Op grond van artikel 5:70 Wft dient degene die overwegende zeggenschap verkrijgt een verplicht bod uit te brengen. Van overwegende zeggenschap is sprake indien een partij (al dan niet tezamen met personen in onderling overleg met hem handelend) dertig procent of meer van de stemrechten kan uitoefenen. Het in onderling overleg handelen moet als doel hebben ofwel (i) het verwerven van de overwegende zeggenschap ofwel (ii) het in samenwerking met de doelvennootschap dwarsbomen van een aangekondigd bod. Het onderlinge overleg hoeft niet te blijken uit een schriftelijke overeenkomst. Mondelinge afspraken, en zelfs stilzwijgend afgestemde handelingen, kunnen voldoende zijn. De wet gaat ervan uit dat in bepaalde verhoudingen altijd sprake is van onderling overleg (bijvoorbeeld als aandelen worden gehouden door onderscheiden groepsmaatschappijen, echtgenoten of bloed- en aanverwanten). Of sprake is van onderling overleg hangt af van de omstandigheden van het geval en zal afhangen van het doel van de samenwerking. Tijdens de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel waarmee het verplichte bod in de Nederlandse wet- en regelgeving werd ingevoerd, heeft de minister van Justitie hierover opgemerkt: "Wanneer samenwerking plaatsvindt met het oog op het gezamenlijk innemen van standpunten over de hoofdlijnen van corporate governance van een vennootschap zal daarbij [€] doorgaans het verkrijgen van overwegende zeggenschap als doel ontbreken. Ter verduidelijking kan hierbij worden opgemerkt dat doorgaans evenmin sprake zal zijn van samenwerking die is gericht op het verkrijgen van overwegende zeggenschap indien de samenwerking en informatie-uitwisseling tussen aandeelhouders op het gebied van corporate governance van een vennootschap betrekking heeft op een meer effectieve besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering of het bevorderen van de dialoog met de vennootschap. Anders gezegd: een effectieve dialoog tussen (een groep van) aandeelhouders en de ondernemingsleiding kan dus plaatsvinden zonder dat de verplichting ontstaat om een openbaar bod uit te brengen, voorzover degenen die deze dialoog voeren niet tot doel hebben overwegende zeggenschap te verkrijgen"²². De wetgever heeft echter geen concrete aanwijzingen gegeven wat nog onder corporate governance valt en wanneer sprake is van het willen uitoefenen van overwegende zeggenschap. De AFM heeft geen rol bij de invulling van het begrip "personen die in onderling overleg handelen" in het kader van het verplichte bod. Het is aan de ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam en uiteindelijk aan de Europese rechter om dit begrip in te vullen.

21 Bestuursrechtelijk wil zeggen dat de AFM een boete of dwangsom kan opleggen en dit kan publiceren. Civielrechtelijk wil zeggen dat andere partijen die daarbij belang hebben (andere aandeelhouders, vennootschap) de rechter kunnen verzoeken om de meldingsplichtige te verplichten alsnog een melding te doen, de uitoefening van het stemrecht te schorsen, de uitvoering van besluiten die zijn genomen op de aandeelhoudersvergadering te schorsen dan wel deze besluiten te vernietigen.

22 Kamerstukken I 2006/07, 30 419, nr. C.

DEEL III: PRAKTISCHE ZAKEN

III.1 Aanbevelingen inzake organisatie en procedure rond de algemene vergadering

Op de algemene vergadering vindt de formele besluitvorming plaats. Met een hoog en nog steeds toenemend percentage buitenlandse aandeelhouders is de noodzaak van een efficiënt proces voor het stemmen op afstand en voor het op afstand participeren van aandeelhouders onontkoombaar geworden. Hiervoor is het onder andere noodzakelijk dat aandeelhouders in de praktijk voldoende ruimte wordt geboden de agenda en de achterliggende stukken te beoordelen en daarover hun mening te vormen. Aan die ruimte ontbreekt het in de praktijk nog vaak. Tussen het moment dat aandeelhouders een melding van de algemene vergadering krijgen en het moment dat zij hun stem moeten uitbrengen, zit regelmatig weinig tijd. Verruiming van de oproepingstermijn en de vaststelling van de registratiedatum die ruim voor de dag van de algemene vergadering ligt, moeten hierin verbetering brengen. Verwacht mag worden dat het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen door deze maatregelen significant toeneemt. Het is zowel in het belang van de aandeelhouder als van de beursgenoteerde vennootschap om werk te maken om het aantal stemmen te doen stijgen. Met een hoger aantal uitgebrachte stemmen komt een breder gedragen besluitvorming tot stand.

Verder is het nodig dat op de algemene vergadering een strakke regieorde wordt gevoerd. De algemene vergadering is de plaats waar het bestuur en raad van commissarissen verantwoording afleggen voor het door hen gevoerde beleid en het toezicht op dat beleid. De fysieke algemene vergadering stelt zowel grotere als kleinere aandeelhouders in staat om in persoon vragen te stellen aan bestuurders en commissarissen en hen ter verantwoording te roepen. Om meer institutionele beleggers te bewegen in de fysieke algemene vergadering (ter plaatse dan wel op afstand) te participeren, is ook een efficiënt debat ter plekke nodig. Dit vergt discipline van zowel de voorzitter van de algemene vergadering als van aandeelhouders.

Mede gelet op het hierbovenstaande heeft Eumedion de volgende aanbevelingen ten aanzien van de organisatie van de algemene vergadering richting beursgenoteerde vennootschappen gedaan:

- 1) De vennootschap bepaalt een registratiedatum voor de uitoefening van stem- en vergaderrechten die tussen de 21 en 30 kalenderdagen voor de datum van de algemene vergadering ligt;
- 2) De agenda en de achterliggende stukken (zoals jaarverslag en jaarrekening) worden minimaal 8 kalenderdagen voor de registratiedatum op de website van de vennootschap geplaatst;
- 3) Op de agenda wordt duidelijk aangegeven welke punten slechts ter bespreking zijn en welke punten ter stemming worden gebracht;
- 4) Controversiële voorstellen worden niet “gebundeld” ter stemming gebracht, belangrijke wijzigingsvoorstellen voor de statuten worden bijvoorbeeld separaat in stemming gebracht;
- 5) Vanaf de dag van de publicatie van de agenda stelt de vennootschap de aandeelhouders in de gelegenheid om schriftelijke vragen te stellen over de agendapunten; deze vragen worden eventueel gebundeld op de algemene vergadering behandeld en besproken;
- 6) Het bestuur en de raad van commissarissen zijn bij aanvang van de algemene vergadering niet op de hoogte van de stemverhouding van de “stemmers op afstand”, tenzij de algemene vergadering dat gelijktijdig ook is. Deze stemverhouding is ofwel vooraf slechts bekend bij een onafhankelijke derde, zoals de notaris, ofwel bij eenieder;
- 7) de voorzitter van de algemene vergadering pleegt bij aanvang van de algemene vergadering een aantal spelregels betreffende de vragen van aandeelhouders vast te stellen, zoals een eventuele regulering van het aantal vragen dat een aandeelhouder mag stellen en van de maximale spreektijd van een aandeelhouder. De spelregels mogen evenwel een goede dialoog tussen aandeelhouders en bestuur en raad van commissarissen niet in de weg staan.

III.2 Praktische zaken rond het uitoefenen van het stemrecht

Gezien de internationale spreiding van beleggingsportefeuilles van institutionele beleggers is het in de meeste gevallen ondoenlijk om alle vergaderingen van aandeelhouders te bezoeken. Om te stemmen zullen institutionele beleggers dus veelal een stemvolmacht (*proxy*) geven aan een derde. Die derde kan iedereen zijn. In de praktijk is hij doorgaans een vermogensbeheerder, een custodian, een gespecialiseerde partij (bijvoorbeeld een corporate governance dienstverlener, een administratie- of trustkantoor), een medeaandeelhouder of de notaris van de algemene vergadering.

De stemvolmacht kan 'open' zijn, wat impliceert dat de gevolmachtigde zelf mag besluiten hoe hij stemt, of 'gesloten' waarbij tevoren aan de gevolmachtigde wordt opgedragen hoe te stemmen. Op deze manier stemmen bij volmacht heet in het Engels *proxy voting*. Dat is een vorm van 'stemmen op afstand'. Andere vormen zijn stemmen via de post of via internet, *e-voting*. Dat laatste wordt steeds meer aangeboden. Hieronder wordt een aantal mogelijkheden op een rij gezet.

III.2.1 Verstrekken van een stemvolmacht aan een Eumedion-deelnemer die de algemene vergadering van de betreffende beursgenoteerde vennootschap bezoekt

Het is voor de deelnemers van Eumedion mogelijk om een stemvolmacht te verstrekken aan die Eumedion-deelnemer die de algemene vergadering van de betreffende vennootschap "fysiek" bezoekt. Eumedion stuurt ongeveer anderhalve maand voor het aandeelhoudersvergaderingenseizoen het overzicht van de Nederlandse aandeelhoudersvergaderingen rond waar een Eumedion-deelnemer present zal zijn en bereidwillig is om stemvolmachten van andere Eumedion-deelnemers mee te nemen. De volgende procedure is afgesproken:

1. Zodra de naam en de identiteitsgegevens van de persoon bekend zijn van de Eumedion-deelnemer die de algemene vergadering gaat bezoeken is het aanbevelenswaardig dit te melden aan de eigen bewaarbank (*custodian*). Dit kan soms elektronisch worden gedaan via een zogenoemd stemplatform. Via een dergelijk systeem kan worden aangegeven dat op de betreffende aandelen "fysiek" (dus tijdens de algemene vergadering) wordt gestemd. De contactgegevens van de persoon die daadwerkelijk gaat stemmen dienen daarbij te worden ingevuld. Deelnemers die niet van een dergelijk stemplatform gebruik maken dienen via een e-mail deze informatie ("fysiek" stemmen en door wie) naar de depotbank te sturen en een bankmedewerker vult dan het benodigde papierwerk in²³.
2. De deelnemer krijgt van de *custodian* een depotbewijs dat als toegangkaart dient voor de betreffende algemene vergadering. Op dit bewijs staan vermeld: de naam van de economisch gerechtigde van de aandelen, het aantal aandelen dat de economisch gerechtigde op registratiedatum hield en de naam van degene aan wie de stemvolmacht is gegeven. Meestal dient de bank of de belegger een handtekening op het depotbewijs te zetten, teneinde daadwerkelijk toegang tot de aandeelhoudersvergadering te krijgen.
3. De persoon die de betreffende algemene vergadering bezoekt dient te worden geïnformeerd dat hij wordt gevolmachtigd om namens de betreffende deelnemer te stemmen en/of te spreken. Deze persoon zal de analyse van de te behandelen agendapunten, alsmede van het aanbevolen stemgedrag, tijdig voor de algemene vergadering rondsturen.
4. Zodra het ontwerp depotbewijs van de *custodian* is ontvangen, wordt aanbevolen dit concept naar de persoon te sturen die de algemene vergadering daadwerkelijk gaat bezoeken, zodat hij tijdig weet voor wie hij (nog meer) gaat stemmen en hoeveel aandelen hij bij benadering gaat vertegenwoordigen.
5. Het definitieve depotbewijs dient naar de volmachtennemer te worden gestuurd (bij voorkeur via fax of e-mail). Dit gebeurt ofwel door de *custodian* ofwel handmatig door de deelnemer (bijvoorbeeld als zijn handtekening daarop moet staan). De persoon die de betreffende algemene vergadering bezoekt

23 Het is echter aanbevelenswaardig om de custodian direct om een stemformulier te vragen, teneinde tijd te sparen en het risico dat in de 'stemketen' het een en ander misgaat.

dient dit depotbewijs naar de vergadering mee te nemen om aan te tonen dat hij ook stemt namens die andere partij.

6. Zodra de volmachtgever de conceptanalyse van de agendapunten en het aanbevolen stemgedrag heeft beoordeeld en heeft besloten om dit wel of niet te volgen, dient dit te worden doorgegeven aan de volmachtenemer. Het is mogelijk dat de volmachtenemer in de algemene vergadering verschillend stemt voor de volmachten.
7. Het is aanbevelenswaardig dat de volmachtgever een of twee dagen voor de aandeelhoudersvergadering nog contact heeft met de betreffende vennootschap om te verzekeren dat de vennootschap dezelfde informatie heeft ontvangen en dat de ingevulde formulieren aan de gestelde vereisten voldoen.
8. Het is aanbevelingswaardig dat de persoon die de aandeelhoudersvergadering fysiek bezoekt tenminste een uur voor het aanvangstijdstip van de vergadering aanwezig is. Hij is dan verzekerd van genoeg tijd om de verificatieprocedures te doorlopen. De persoon dient een geldig identiteitsbewijs bij zich te hebben. Het is nuttig gebleken om de namen en (mobiele) telefoonnummers van de betrokken *custodian(s)*, secretaris van de vennootschap en de beleggers die worden vertegenwoordigd bij de hand te hebben.

III.2.2 Stichting Communicatiekanaal aandeelhouders

In het vergaderseizoen 2000 bestond in Nederland voor het eerst de mogelijkheid om per volmacht te stemmen via de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders. Dit communicatiekanaal biedt aandeelhouders een gemakkelijke en efficiënte wijze om hun stem uit te brengen. Formeel gezien geven zij de volmacht aan een centrale gevolmachtigde, die in de vergadering namens hen stemmen uitbrengt. De centrale gevolmachtigde is willoos. Hij is een volmachtverzamelaar, die blindelings stemt volgens gericte instructie. Inhoudelijk gezien gaat het daarom eigenlijk om 'stemmen op afstand' (zonder fysiek op de aandeelhoudersvergadering aanwezig te zijn).

Het communicatiekanaal kent echter beperkingen. Een is dat slechts een klein aantal ondernemingen deelneemt. De tweede is dat in de praktijk alleen houders van Nederlandse effectenrekeningen worden bereikt. Dat zijn dus wel particulieren die een effectenrekening aanhouden bij een van de deelnemende Nederlandse banken, maar institutionele beleggers die een rekening bij een niet-Nederlandse *custodian* aanhouden, kunnen in de praktijk niet of moeilijk via het communicatiekanaal stemmen. De reden hiervoor is het grotendeels onontgonnen terrein van eigendomsaanspraken op effecten in internationale ketens van intermediairs.

III.2.3 Internationale praktijk

De aandelenportefeuille van een institutionele belegger zal voor het grootste deel bestaan uit niet-Nederlandse ondernemingen. De *custodians* (banken) van een institutionele belegger hebben doorgaans een relatie met een internationale *voting service*. Institutionele beleggers die hun stemrechten verbonden aan die niet-Nederlandse aandelen willen uitoefenen, kunnen dat doen door gebruikmaking van de internetmogelijkheden die door de internationale *voting service providers* worden aangeboden. Het is vervolgens aan de *custodian* om er als gevolmachtigde voor te zorgen dat de stem de vennootschap ook daadwerkelijk bereikt.

Via die internetmogelijkheid kunnen niet alleen stemmen worden uitgebracht, maar kunnen bijvoorbeeld ook per agendapunt stemadviezen worden verkregen via het adviesbureau met wie de institutionele belegger een relatie te zijn overeengekomen. Op deze wijze kan een institutionele belegger een groot deel van het stemproces uitbesteden en toch op een efficiënte wijze beredeneerd zijn stem doen gelden. Dit laat onverlet dat de institutionele belegger verantwoordelijk blijft voor het stemgedrag en derhalve voor de monitoring van de feitelijke uitvoering van het stembelid door een derde. De institutionele belegger

zal daarom moeten vaststellen wie binnen de eigen organisatie verantwoordelijk is voor het uitvoeren van het stembeleid. Daarbij moet worden bedacht dat in veel gevallen op korte termijn beslissingen moeten worden genomen, aangezien de periode tussen het publiceren van de agenda en het registreren van de uitgebrachte stem beperkt is. Ook moet worden bedacht dat stemmen, vanwege de koppeling tussen de datum van sluiting van het boekjaar en die van de algemene vergadering, veelal een seizoensgebonden activiteit is, met als zwaartepunt de periode maart – juni. Bovendien geldt dat de ‘stemketen’ zo sterk is als de zwakste schakel. Er zijn in de praktijk nog allerlei administratieve en juridische obstakels bij het uitoefenen van het stemrecht.

De internationale stemadviesbureaus bieden de volgende mogelijkheden:

- Het stemadviesbureau verschaft een analyse van de agendapunten, voorzien van een stemadvies. De cliënt hoeft de adviezen alleen nog te ‘monitoren’, bijvoorbeeld om te beoordelen of ze passen binnen het eigen stembeleid of binnen de eigen stemgedragrichtlijnen. Daarna kunnen de stemmen worden uitgebracht.
- Een verdergaande uitbesteding van het stemproces is mogelijk. Het proces van achtereenvolgens de ontvangst van de oproeping van een algemene vergadering en van de stemformulieren, het bepalen van het aantal stemmen dat kan worden uitgebracht, het uitbrengen van de stemmen zelf en het bijhouden van hoe is gestemd kan in zijn geheel worden overgedragen aan het stemadviesbureau. Het adviesbureau stemt dan overeenkomstig zijn stemgedragrichtlijnen dan wel aan de hand van het vooraf meegegeven stembeleid van de cliënt.
- Een variant hierop is de service dat alleen voor een door de cliënt geselecteerd aantal aandelen de cliënt alert wordt gemaakt op de omstandigheid dat specifieke aandacht voor de agenda van de algemene vergadering nodig is: meestal zijn dit de aandelen van de vennootschappen in het land waar de cliënt gevestigd is of van vennootschappen waar controversiële zaken spelen.

Institutionele beleggers die werken met externe vermogensbeheerders kunnen met deze overeenkomen dat ze op het stemrecht op de aandelen in portefeuille uitoefenen, conform het door de institutionele belegger opgestelde stembeleid. Dit is in de beheersovereenkomst vast te leggen. Daarbij zal het wel noodzakelijk blijven dat de institutionele belegger zich ervan vergewist dat dit beleid ook daadwerkelijk wordt uitgevoerd. De institutionele belegger blijft immers te allen tijde verantwoordelijk voor het stemgedrag op de aandelen.

III.2.4 Werven van stemvolmachten (*proxy solicitation*)

Een actieve institutionele belegger op het terrein van corporate governance zal niet alleen zelf willen stemmen, maar zich indien nodig ook met andere aandeelhouders in verbinding willen stellen om gezamenlijk tot grotere stemmenmacht te komen, door stemvolmachten te verzamelen (*proxy solicitation*). Het voorontwerp van het wetsvoorstel ter implementatie van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code²⁴ maakt het voor aandeelhouders mogelijk om – via de beursgenoteerde vennootschap – informatie naar de medeaandeelhouders te sturen. Het werven van stemvolmachten via het versturen van deze informatie is echter niet toegestaan. Eumedion coördineert in voorkomende gevallen inspanningen van deelnemers op dit gebied, waarbij een van de deelnemers aan andere institutionele beleggers stemvolmachten vraagt (zie hierboven). Hierbij dient wel aandacht te worden geschonken aan de problematiek van *acting in concert* (zie paragraaf II.5).

24 Voorontwerp van 3 januari 2008 van het voorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (www.minfin.nl).

III.2.5 Engagement

Een institutionele belegger die gebruik wil maken van zijn stemrecht heeft in voorkomende gevallen niet genoeg aan eigen analyses van de door de vennootschap gepubliceerde voorstellen of adviezen van gespecialiseerde stemadviesbureaus. Hij zal van de vennootschap nadere duiding willen hebben of een toelichting op de voorstellen, voordat hij zijn stemgedrag bepaalt. De vennootschap zal dit in beginsel willen accommoderen om de kans op een tegenstem te verkleinen. Het aftasten van voorstellen voorafgaand aan de algemene vergadering voorkomt dat standpunten tijdens de vergadering onnodig worden gepolariseerd. Het voeren van gesprekken past in dat licht bij een zorgvuldige voorbereiding van de besluitvorming op de algemene vergadering. Dit kunnen *one on one* of groepsgesprekken met of namens meerdere aandeelhouders zijn. Daarbij komt dat de algemene vergadering door haar massaliteit en de openbaarheid niet het meest geschikte forum is om een goede inhoudelijke gedachtewisseling te hebben over het beleid en de strategie van de vennootschap. Institutionele beleggers zoeken om deze redenen steeds meer de dialoog met de vennootschap buiten de algemene vergadering, hetgeen wordt aangeduid met de term *engagement*.

Er dient voorkomen te worden dat tijdens de gesprekken koersgevoelige informatie over tafel gaat. Alle beleggers dienen namelijk gelijkelijk en gelijktijdig van de koersgevoelige informatie te worden voorzien. Indien het bestuur tijdens de dialoog met (een groep van) aandeelhouders toch (onbewust) koersgevoelige informatie meedeelt, zal deze informatie zo snel als mogelijk door middel van een persbericht openbaar moeten worden gemaakt, tenzij de vertrouwelijkheid van deze informatie is gewaarborgd, bijvoorbeeld doordat de ontvanger van de informatie is gebonden aan een geheimhoudingsplicht²⁵. Institutionele beleggers kunnen zelf ook maatregelen nemen om de kans op 'ongelukken' te verminderen. Het is gebruikelijk om van tevoren vast te leggen dat er geen koersgevoelige informatie wordt uitgewisseld, waarbij de institutionele belegger zich uitdrukkelijk het recht voorbehoudt om eventuele toch verkregen koersgevoelige informatie zelf openbaar te maken indien de vennootschap dit niet zelf doet. Voorts is het aan te bevelen om een dergelijk gesprek met minimaal twee personen vanuit de institutionele belegger te voeren. Ook komt het voor dat een andere institutionele belegger bij het gesprek wordt uitgenodigd om de risico's van eenzijdige verspreiding van koersgevoelige informatie te verkleinen.

III.3 Literatuur en links

III.3.1 Literatuur

A. de Jong, G.M.H. Mertens, J. van Oosterhout en H.M. Vletter-van Dort, *Substance or symbolism; Corporate governance practices of institutional investors*, Erasmus Universiteit Rotterdam: Onderzoek in opdracht van Eumedion en de Nederlandse Corporate Governance Stichting, 2007.

P.J. van der Korst, M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, *Delegatie van emissiebevoegdheid*. Radboud Universiteit Nijmegen: Onderzoek in opdracht van Eumedion, 2008.

Corporate governance commissie, *De Nederlandse corporate governance code; Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag, 2003.

OECD, *OECD Principles of Corporate Governance*, Parijs, 2004.

III.3.2 Links

Autoriteit Financiële Markten: www.afm.nl

Eumedion: www.eumedion.nl

European Corporate Governance Institute: www.ecgi.org

International Corporate Governance Network: www.icgn.org

Monitoring Commissie Corporate Governance Code: www.corpgov.nl

OECD: www.oecd.org

DEEL IV: OVER EUMEDION

Goed ondernemingsbestuur

In Eumedion werken pensioenfondsen en andere grote vermogensbeheerders van over de hele wereld samen om hun rol als (mede-)eigenaar van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen beter te vervullen.

Een onderneming is immers een samenwerkingsvorm van allerlei belanghebbenden die voor hun bijdrage beloofd willen worden. Bij kleinere ondernemingen weegt de eigenaar de deelbelangen af en bepaalt de eigenaar uiteindelijk het ondernemingsbeleid. Bij beursgenoteerde ondernemingen is het eigendom verspreid over de aandeelhouders die hun stem op de aandeelhoudersvergadering willen laten gelden en ook daarbuiten in dialoog met de bedrijfsleiding kunnen treden. Eumedion verenigt institutionele beleggers, behartigt hun belangen als aandeelhouder en bevordert goed ondernemingsbestuur.

Meer dan duizend miljard euro

Eumedion is in 2006 opgericht en telt inmiddels meer dan zestig deelnemers. Ruim de helft van hen zijn Nederlandse pensioenfondsen. De overige deelnemers zijn beleggingsfondsen, verzekeringsmaatschappijen en andere vermogensbeheerders van meest Nederlandse bodem. Het aantal buitenlandse vermogensbeheerders dat in Eumedion deelneemt, is inmiddels substantieel en blijft groeien.

Samen beheren de deelnemers in Eumedion meer dan duizend miljard euro. Dat is ongeveer twee keer zo veel als wij met z'n allen jaarlijks in Nederland verdienen. Bijna de helft van dat geld is belegd in aandelen. Ongeveer een kwart daarvan, dus ongeveer 125 miljard euro, is toevertrouwd aan Nederlandse bedrijven. Bij elkaar houden de deelnemers in Eumedion gezamenlijk ongeveer tien procent van de aandelen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

Krachten bundelen

Vroeger streek je als aandeelhouder het dividend op en als het ondernemingsbeleid je niet beviel, verkocht je de aandelen. Dat is veranderd. Zeker van grote institutionele beleggers wordt verwacht dat zij hun verantwoordelijkheid als mede-eigenaar nemen. Eumedion helpt hen daarbij.

In de eerste plaats door het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen efficiënter te laten verlopen. Zo is het mede aan Eumedion te danken dat Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen hun agenda eerder bekend maken en de beleggers zich dus beter kunnen voorbereiden. Deelnemers van Eumedion treden vaak ook namens elkaar op in aandeelhoudersvergaderingen. Zo kunnen ze hun stem laten horen in de discussie en ook hun stem uitbrengen zonder zelf op alle vergaderingen aanwezig te zijn. Ook kan Eumedion namens de deelnemers contact zoeken met het bestuur en de raad van commissarissen om punten van zorg over te brengen.

Verder komt Eumedion in Den Haag en Brussel op voor de belangen van institutionele beleggers. Zo volgt Eumedion de ontwikkelingen op het gebied van wet- en regelgeving heel kritisch en doet ze ook voorstellen hoe het beter kan. Eumedion maakt als vertegenwoordiger van institutionele beleggers, ook deel uit van verschillende instellingen, zoals de Monitoring Commissie Corporate Governance Code en de Raad voor de Jaarverslaggeving.

Op deze manier draagt Eumedion bij aan een goed bestuur van beursgenoteerde bedrijven terwijl ze de deelnemers tijd en geld bespaart.

Beleid en uitvoering

Eumedion laat regelmatig onderzoek verrichten naar actuele zaken op het gebied van ondernemingsbestuur; bijvoorbeeld het beloningsbeleid voor de top van ondernemingen. Met allerlei publicaties en persberichten, neemt Eumedion ook deel aan het publieke debat. Hierbij is het jaarlijkse symposium altijd

een hoogtepunt, vooral doordat de deelnemers direct met elkaar het debat aangaan.

Eumedion heeft verder vijf commissies die zich richten op deelgebieden als wetgeving, financiële verslaggeving, aandeelhoudersvergaderingen en de dialoog met ondernemingen. De leden van deze commissie kunnen ook namens Eumedion in dialoog treden met bijvoorbeeld wetgevers of vertegenwoordigers van andere belanghebbenden.

De directeur van Eumedion en zijn medewerkers organiseren alle processen en zorgen voor een ongestoord verloop ervan. Verder heeft Eumedion een Algemeen Bestuur met daarin vertegenwoordigers van de deelnemers. Het Algemeen Bestuur bepaalt het beleid en kiest uit haar midden een Dagelijks Bestuur, dat toeziet op de uitvoering van het beleid. Het Algemeen bestuur legt verantwoording af aan de Vergadering van Deelnemers die twee keer per jaar plaatsvindt.

Contact

Meer informatie over Eumedion vindt u op de website: www.eumedion.nl. Hier vindt u ook alle publicaties zoals onderzoeksrapporten, standpunten en persberichten. En u kunt natuurlijk ook gewoon contact opnemen met Eumedion:

E-mail: info@eumedion.nl

Telefoon: (020) 405 44 32

Fax: (020) 405 44 31

Postadres:

Postbus 75753

1118 ZX Schiphol

Bezoekadres:

WTC Schiphol

Schiphol Boulevard 239

1118 BH Schiphol

Bijlage I: Eumedion-aanbevelingen bestuurdersbezoldiging (vastgesteld op 25 oktober 2006)

Preambule

1. In maart 2003 bracht de voorganger van Eumedion, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP), de “Aanbevelingen Bestuurdersbeloning” uit. Mede aan de hand van deze aanbevelingen beoordeelden de toenmalige SCGOP-deelnemers de voorstellen voor het bezoldigingsbeleid van bestuurders, die sindsdien aan de algemene vergadering van aandeelhouders ter vaststelling werden voorgelegd. Sinds 2003 hebben zich nationaal en internationaal ontwikkelingen voorgedaan die aanleiding geven tot een herijking van deze aanbevelingen. Zo is de Nederlandse corporate governance code (“Code Tabaksblat”), waarin ook veel bepalingen over de bezoldiging van bestuurders zijn opgenomen, in werking getreden. Een aantal SCGOP-aanbevelingen is in de Code Tabaksblat verwerkt. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code (Commissie Frijns) rapporteert elk jaar over de naleving van de codebepalingen door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Daarnaast is het wettelijk kader betreffende de bezoldiging van bestuurders gewijzigd. Sinds 1 oktober 2004 heeft de algemene vergadering van aandeelhouders het recht het bezoldigingsbeleid voor bestuurders vast te stellen en het recht optie- en aandelenregelingen goed te keuren. De Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) heeft in mei 2004 de hernieuwde “Principles of Corporate Governance” vastgesteld. De Europese Commissie heeft op 14 december 2004 een aanbeveling over de bezoldiging van bestuurders gepubliceerd. Het International Corporate Governance Network heeft op 7 juli 2006 geactualiseerde richtlijnen voor bestuurdersbezoldiging vastgesteld. De Amerikaanse beurstoezichthouder SEC heeft op 11 augustus 2006 verscherpte transparantiebepalingen betreffende de bezoldiging van bestuurders voorgesteld. Er zijn tal van onderzoeken verschenen over de samenstelling en de ontwikkeling van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen, alsmede over de effectiviteit van bezoldigingssystemen.

2. Mede naar aanleiding van deze ontwikkelingen heeft Eumedion in 2006 de “Aanbevelingen Bestuurdersbeloning” geactualiseerd. Deze aanbevelingen geven institutionele beleggers handvatten om het bestaand bezoldigingsbeleid, alsmede nieuwe voorstellen voor het bezoldigingsbeleid van bestuurders te beoordelen en te toetsen aan de hand van nieuwe inzichten. Voor alle duidelijkheid: de deelnemers van Eumedion zullen de aanbevelingen betrekken bij de analyse van de voorstellen van het bezoldigingsbeleid voor bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen met statutaire zetel in Nederland. Niet-beursgenoteerde vennootschappen en buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen hebben eigen karakteristieken, waarbij wellicht andere bezoldigingsstructuren beter passen. De institutionele beleggers beoordelen de voorstellen van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen vanuit hun eigen achtergrond, met inachtneming van de Nederlandse wet- en regelgeving en de feiten en omstandigheden.

3. Bij de formulering van de geactualiseerde aanbevelingen is uitgegaan van de bestaande Nederlandse wetgeving betreffende de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen (inzicht in de hoogte en de structuur van de bezoldigingselementen, algemene vergadering van aandeelhouders heeft vaststellingsrecht t.a.v. het bezoldigingsbeleid en een goedkeuringsrecht t.a.v. aandelen- en optieregelingen). Daarnaast is uitgegaan van de toepassing van de principes en best practice bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code die zien op de bezoldiging van bestuurders en commissarissen. Voorts is uitgegaan van de Nederlandse jurisprudentie op het terrein van de bezoldiging van bestuurders. De Eumedion-aanbevelingen zijn dus een aanvulling op het bestaande Nederlandse regelgevende kader rond de bezoldiging van bestuurders; het betreffen dus geen aanbevelingen om het Nederlandse regelgevend kader te wijzigen of te vervangen. Zowel in de Nederlandse wetgeving als in de Nederlandse corporate governance code heeft de algemene vergadering van aandeelhouders een

belangrijke positie in de “checks and balances” ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders. Aandeelhouders hebben groot belang bij een goede bezoldigingsstructuur van bestuurders: een goede bezoldigingsstructuur draagt bij aan de creatie van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Daarnaast verwacht de maatschappij dat juist aandeelhouders, en dan met name institutionele beleggers, zich bezighouden met het onderwerp bestuurdersbezoldiging en zich daarover een mening vormen.

4. De bestaande wet- en regelgeving en de Code Tabaksblat hebben eisen gesteld aan de transparantie van de kosten van de bezoldiging van bestuurders en zijn geënt op het principe om een bestuurder te belonen voor bovengemiddelde of buitengewone prestaties of inspanningen, om de belangen van een bestuurder (meer) parallel te laten lopen met de belangen van de aandeelhouder en om een bestuurder te laten delen in het eventuele succes van de vennootschap. De onderhavige aanbevelingen hebben, in aanvulling hierop, tot doel de bezoldiging van een bestuurder beter te laten aansluiten op de lange termijn doelstelling van de vennootschap en om – in het verlengde hiervan – de lange termijn bonus een belangrijker bestanddeel van de totale bezoldiging te laten zijn dan de korte termijn bonus. De lange termijn bonus wordt ook pas uitbetaald nadat bepaalde doelstellingen zijn gerealiseerd. Daarnaast zijn de aanbevelingen gericht op het vergroten van de inzichtelijkheid van de bezoldiging van bestuurders, hetgeen kan bijdragen aan de kwaliteit van de verantwoording van het bestuur en van de raad van commissarissen hierover richting algemene vergadering van aandeelhouders.

5. In de hernieuwde aanbevelingen wordt uitgegaan van de structuur waarin naast het bestuur een aparte raad van commissarissen functioneert; al dan niet wettelijk verplicht op grond van de structuurregeling; ook wel genoemd: de **two tier** bestuursstructuur. In Nederland kunnen vennootschappen die niet onder de verplichte toepassing van de structuurregeling vallen, ook opteren voor een zogenoemde **one tier** bestuursstructuur, waarbij in het bestuursorgaan zowel de uitvoerende (ook wel genoemd: **executives**) als toezichthoudende (ook wel genoemd: **non executives**) bestuursleden zitting hebben. In het licht van de wettelijke regeling om een Europese Vennootschap te kunnen oprichten en de aankondiging van de Minister van Justitie om de invoering van een **one tier** bestuursstructuur te vergemakkelijken, is het bepaald niet uitgesloten dat vennootschappen in de toekomst zullen kiezen voor de **one tier** bestuursstructuur. Teneinde de aanbevelingen scenariobestendig te laten zijn, zijn de bepalingen ten aanzien van bestuurders ook van toepassing op de **executives** van dergelijke vennootschappen. De bepalingen ten aanzien van de raad van commissarissen zijn ook van toepassing op de **non executives** van vennootschappen die een **one tier** bestuursstructuur kennen, met uitzondering van de specifieke aanbeveling 30.

6. De hernieuwde aanbevelingen gaan ervan uit dat de bezoldiging van een bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap kan bestaan uit de volgende elementen: i) het vaste jaarsalaris, ii) jaarlijkse (korte termijn) bonus, iii) long term incentive plans (hierna: lange termijn bonus), zoals optie- en aandelenregelingen, iv) pensioen en de overige benefits, zoals de bijdrage in de zorgverzekering en andere verzekeringen, v) overige emolumenten (ook wel genoemd: **perks of perquisites**), zoals een bedrijfsauto, onkostenvergoeding en huisvesting en vi) een ontslagvergoeding. Daarnaast gaan de aanbevelingen ervan uit dat de hoogte van de verschillende bezoldigingselementen wordt vastgesteld door de raad van commissarissen, op voorstel van de remuneratiecommissie voorzover zij is ingesteld, binnen de kaders van het door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgestelde bezoldigingsbeleid. De hoogte van de bezoldiging voor commissarissen wordt vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders, op voorstel van de raad van commissarissen. De arbeidsovereenkomsten met de individuele bestuurders passen binnen het door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgestelde bezoldigingsbeleid. In de individuele arbeidsovereenkomsten worden geen materiële andersluidende afspraken gemaakt dan die zijn beschreven in het bezoldigingsbeleid en welke op grond van best practice bepaling II.2.11 van de Nederlandse corporate governance code openbaar zijn gemaakt.

7. De verantwoordelijkheid van de algemene vergadering van aandeelhouders om het bezoldigingsbeleid van bestuurders vast te stellen en om aandelen- en optieregelingen goed te keuren, brengt met zich mee dat institutionele beleggers zorgvuldig dienen om te gaan met deze verantwoordelijkheid. Volgens de Nederlandse corporate governance code streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Indien aandeelhouders van het bestuur verwachten dat het zich richt op de lange termijn doelstellingen van de vennootschap, dienen aandeelhouders het bestuur daarop ook te beoordelen. Dit betekent onder meer dat aandeelhouders er op zullen letten dat, in normale omstandigheden, de lange termijn bonus een groter deel van de totale bezoldiging van bestuurders uitmaakt dan de jaarlijkse (korte termijn) bonus. Zij zullen er tevens op letten dat deze verschuiving op zich niet leidt tot een niet beoogde verhoging van de waarde van de totale bezoldiging van de bestuurders.

8. Daar waar in de aanbevelingen wordt gesproken van “doelstelling”, kan dit betrekking hebben op een doelstelling van de vennootschap of op een individuele doelstelling van de bestuurder, zoals expliciet is vermeld of uit de context blijkt. Een doelstelling voor een individuele bestuurder is concreet gedefinieerd, haalbaar en meetbaar en kent een duidelijk omschreven prestatie, drempelwaarde(n) en meetmoment. Als een bestuurder zijn doelstellingen realiseert, komt hij in aanmerking voor een (korte dan wel lange termijn) bonus conform de vooraf gemaakte schriftelijke afspraken. Daar waar in de aanbevelingen wordt gesproken van “prestatie maatstaf”, wordt bedoeld de meer algemene beschrijving van de te behalen doelstellingen (bijvoorbeeld (relatieve) **total shareholder return** (TSR), omzet en **return on assets**) voor de functie in kwestie.

9. In de aanbevelingen komen twee soorten zogeheten **peer groups** voor: de zogenoemde arbeidsmarkt **peer group** en de zogenoemde prestatie peer group. De arbeidsmarkt **peer group** is de groep vennootschappen die wordt gebruikt bij het vaststellen van de hoogte en de samenstelling van de bezoldiging van bestuurders. De prestatie **peer group** is de groep vennootschappen die veelal wordt gebruikt bij het vaststellen van de relatieve prestaties van de vennootschap en het corresponderende aantal aandelen of opties, dat dan onvoorwaardelijk wordt. In de regel zullen de twee **peer groups** verschillend zijn samengesteld. Door middel van een arbeidsmarkt **peer group** kan een referentie worden vastgesteld wat competitieve bezoldigingsniveaus in de binnenlandse of Europese vergelijkingsmarkt zijn, zodat bekwame bestuurders kunnen worden aangetrokken en behouden. Voorzichtigheid is geboden met het gebruik van vennootschappen uit de Verenigde Staten, gelet op de totaal andere bezoldigingsfilosofie en –structuur in dat land. De prestatie **peer group** bestaat uit de directe concurrenten van de vennootschap. In deze **peer group** kunnen uitdrukkelijk wel de concurrerende vennootschappen uit de Verenigde Staten zijn opgenomen.

Aanbevelingen bestuurdersbezoldiging

Verantwoordelijkheid raad van commissarissen

1. De raad van commissarissen is verantwoordelijk voor het voorstel voor het beleid op het terrein van bezoldiging (hierna: bezoldigingsbeleid) van het bestuur, zoals dat ter vaststelling aan de algemene vergadering van aandeelhouders wordt voorgelegd. Indien van toepassing initieert de remuneratiecommissie van de raad van commissarissen het voorstel. De vennootschap stelt de benodigde middelen ter beschikking opdat de raad van commissarissen zijn taakopdracht kan vervullen. De raad van commissarissen is zich bewust van de uitkomsten van de verschillende scenario's van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur. De raad van commissarissen toetst jaarlijks of het bezoldigingsbeleid voor het bestuur nog steeds in lijn is met de doelstellingen van de vennootschap. De raad van commissarissen doet gemotiveerd opgave van de uitkomsten hiervan in het remuneratierapport.

2. De raad van commissarissen of zijn remuneratiecommissie kan een beroep doen op advies van een externe beloningsconsultant betreffende de vormgeving van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur. De raad van commissarissen of zijn remuneratiecommissie is verantwoordelijk voor de benoeming van en de opdrachtverstrekking aan de externe beloningsconsultant en zorgt er voor dat deze uitsluitend rapporteert aan de raad van commissarissen of zijn remuneratiecommissie. Bij de opdrachtverstrekking geldt als uitgangspunt dat eventuele belangenconflicten bij de beloningsconsultant worden vermeden. De naam van de externe beloningsconsultant, alsmede van het bureau waarbij de consultant werkzaam is, wordt openbaar gemaakt via het remuneratierapport.

3. De raad van commissarissen toetst voorafgaand aan de onvoorwaardelijke toekenning van variabele bezoldigingselementen aan een bestuurder de gevolgen hiervan voor de hoogte van zijn totale bezoldiging aan de redelijkheid en billijkheid, daarbij rekening houdende met de maatschappelijke waarden en normen. De raad van commissarissen heeft te allen tijde de discretionaire bevoegdheid – zoals die is opgenomen in het bezoldigingsbeleid – om de omvang van de toe te kennen variabele bezoldigingselementen aan te passen. In het geval van deze discretionaire bevoegdheid gebruik wordt gemaakt, wordt dit in het remuneratierapport deugdelijk gemotiveerd.

Structuur bezoldiging bestuurders

4. Het bezoldigingsbeleid voor het bestuur heeft tot doel: a) het kostenefficiënt kunnen aantrekken en behouden van gekwalificeerde en deskundige bestuurders en b) het stimuleren van bestuurders om lange termijn aandeelhouderswaarde te creëren.

5. De hoogte en samenstelling van de bezoldiging van bestuurders passen in het algemene bezoldigingsbeleid van de vennootschap.

6. De bezoldigingsstructuur is inzichtelijk, helder en begrijpelijk.

7. De bezoldiging van een bestuurder wordt zodanig gestructureerd dat een balans wordt gevonden tussen vaste en variabele bezoldigingselementen, en binnen de variabele bezoldigingselementen tussen het bereiken van korte en lange termijn doelstellingen en tussen geldelijke en niet-geldelijke bezoldigingselementen. De gewenste verhoudingen zijn afhankelijk van de marktomstandigheden en van de concrete omstandigheden waarin de vennootschap zich bevindt. De bezoldigingsstructuur is evenwel in belangrijke mate gericht op het behalen van de lange termijn doelstellingen en –strategieën van de vennootschap. De lange termijn bonus maakt derhalve in normale omstandigheden een groter deel van de totale bezoldiging uit dan de jaarlijkse (korte termijn) bonus.

8. De vennootschap geeft in het remuneratierapport aan wat de lange termijn doelstellingen van de vennootschap zijn en op welke wijze de korte termijn doelstellingen hierin passen.

9. De toekenning van de variabele bezoldigingselementen wordt hoofdzakelijk afhankelijk gesteld van de realisatie van een beperkt aantal vooraf aan de bestuurder aangegeven, duidelijk kwantificeerbare en uitdagerende doelstellingen. De doelstellingen worden gepubliceerd, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet.

10. Indien de hoogte en samenstelling van de bezoldiging van de bestuurders mede wordt bepaald door het bezoldigingsbeleid van een bepaalde groep van vennootschappen (hierna: de arbeidsmarkt **peer group**), specificeert de vennootschap op zorgvuldige wijze de criteria voor de selectie van de groep vennootschappen en motiveert zij waarom de gekozen groep vennootschappen past binnen de criteria. De raad van commissarissen geeft in het remuneratierapport aan wat hij met de uitkomsten van de

arbeidsmarkt *peer group* vergelijkingen doet. Voorgestelde wijzigingen in de arbeidsmarkt *peer group* worden deugdelijk gemotiveerd. De arbeidsmarkt *peer group* bestaat uit een dusdanig aantal rechtspersonen dat toevalligheden worden vermeden en bestaat uit ten minste twaalf rechtspersonen.

Lange termijn bonus

11. De vennootschap maakt in het voorstel voor het bezoldigingsbeleid het maximum van de lange termijn bonus als percentage van het vaste jaarsalaris bij toekenning openbaar en motiveert dit maximum op deugdelijke wijze.

12. De vennootschap motiveert op deugdelijke wijze de keuze voor de bestanddelen van de lange termijn bonus. De bestanddelen zijn gerelateerd aan (rechten op het nemen van) aandelen (zoals aandelenopties, prestatieaandelen, stock appreciation rights, etc.). Aandelenregelingen zijn te prefereren boven optieregelingen²⁶.

13. Om verwatering van de winst per aandeel tegen te gaan, heeft het de voorkeur dat vennootschappen in het kader van een optie- en/of aandelenregeling (gerekend voor de werknemers gezamenlijk) gebruik maken van ingekochte aandelen. Mocht uitgifte van aandelen in het kader van een optie- en/of aandelenregeling toch nodig zijn, dan breiden vennootschappen het aantal uitstaande aandelen met niet meer dan 1 procent per jaar uit.

14. Aandelen die zonder financiële tegenprestaties aan bestuurders worden toegekend, worden na de verkrijging van de aandelen, aangehouden voor een periode van ten minste vijf jaar of tot ten minste een jaar na het einde van het dienstverband indien deze periode korter is.

15. Een bestuurder houdt uiterlijk drie jaar na zijn eerste benoeming een dusdanig aantal aandelen van de vennootschap dat hierdoor voldoende wordt gewaarborgd dat de belangen van de bestuurder en de aandeelhouder ten minste in elkaars verlengde liggen²⁷. Ook gedurende de rest van zijn benoemingstermijn houdt hij een betekenisvol aantal aandelen in de vennootschap.

16. De voorwaarden voor de onvoorwaardelijke toekenning van opties en/of aandelen aan een bestuurder worden niet aangepast bij een wijziging van zeggenschap (ook wel genoemd: *change of control*) over de vennootschap. Aanpassing van die voorwaarden is wel mogelijk bij een zeer aanzienlijke uitbreiding of beperking van de activiteiten van de vennootschap. Indien de vennootschap de facto ophoudt te bestaan is de regeling genoemd in aanbeveling 26 van toepassing.

17. De vennootschap maakt openbaar en motiveert op deugdelijke wijze: a) de prestatiemaatstaven voor het onvoorwaardelijk worden van opties en/of aandelen en b) de verhoudingen (in percentages) van deze prestatiemaatstaven binnen de potentieel te behalen lange termijn bonus. De prestatiemaatstaven zijn kwantificeerbaar, waarbij de voorkeur uitgaat naar (relatieve) *total shareholder return* (TSR). Indien TSR als prestatiemaatstaf wordt gehanteerd, wordt deze maatstaf gemeten over ten minste een aantal voortschrijdende verslagjaren²⁸.

26 Op deze manier is er een grotere mate van belangenovereenstemming tussen bestuurders en aandeelhouders. In tegenstelling tot opties voelen bestuurders bij een aandelenregeling ook de downside risks.

27 Ook wel alignment of interest genoemd.

28 Ook wel rolling period genoemd. Dat wil zeggen dat de uitkomst binnen de peer group wordt gemeten aan de hand van de gemiddelde beurskoers in ten minste een aantal verslagjaren. Eventuele "koerspieken", bijvoorbeeld als gevolg van een openbaar bod, worden op deze manier "weggemiddeld".

18. Indien de prestatie maatstaven zijn gebaseerd op de prestaties van een of meer vennootschappen (hierna: *peer group*) of van een index, motiveert de vennootschap op deugdelijke wijze de samenstelling van de *peer group* of de keuze van de index. De *peer group* bestaat zoveel mogelijk uit directe concurrenten (uit binnen- en buitenland) van de vennootschap. Voorgestelde wijzigingen in de *peer group* worden deugdelijk gemotiveerd. De *peer group* bestaat uit een dusdanig aantal beursgenoteerde vennootschappen dat toevalligheden worden vermeden.

19. Indien de relatieve TSR als prestatie maatstaf bij aandelen en/of optieregelingen wordt gehanteerd, komt de voorwaardelijke aandelen- en/of optietoekenning te vervallen wanneer de vennootschap beneden de mediaan van de *peer group* presteert. Bij hantering van andere prestatie maatstaven maakt de vennootschap openbaar en motiveert op deugdelijk wijze onder welke omstandigheden het maximum van de lange termijn bonus wordt betaald en onder welke omstandigheden een geringer deel wordt betaald.

Jaarlijkse (korte termijn) bonus

20. De vennootschap maakt in het voorstel voor het bezoldigingsbeleid het maximum van de jaarlijkse (korte termijn) bonus als percentage van het vaste jaarsalaris openbaar en motiveert dit maximum op deugdelijke wijze. Voorts maakt de vennootschap openbaar en motiveert zij op deugdelijke wijze: a) de prestatie maatstaven voor het behalen van de jaarlijkse (korte termijn) bonus en b) de verhoudingen (in percentages) van deze prestatie maatstaven binnen de potentieel te behalen jaarlijkse (korte termijn) bonus. Daarbij wordt, voor zover het gaat om financiële prestatie maatstaven, een koppeling gelegd met een post op de balans en/of in de winst- en verliesrekening. Binnen de prestatie maatstaven ligt de nadruk op kwantificeerbare maatstaven.

21. De vennootschap maakt in het remuneratierapport voor elk van de prestatie maatstaven inzichtelijk of en in hoeverre de doelstellingen voor de uitkering van de jaarlijkse (korte termijn) bonus zijn gerealiseerd.

22. De vennootschap maakt openbaar en motiveert op deugdelijke wijze onder welke omstandigheden de maximale jaarlijkse (korte termijn) bonus wordt betaald en onder welke omstandigheden een geringer deel van de bonus wordt betaald.

23. De audit commissie en vervolgens de externe accountant stellen vast of de (financiële) doelstellingen zijn gerealiseerd. Deze vaststelling wordt gemeld in het remuneratierapport.

24. De voorwaarden voor de uitkering van de jaarlijkse (korte termijn) bonus worden gedurende het jaar (of: prestatieperiode) niet aangepast.

25. De vennootschap gaat niet over op het betalen van bonussen aan hun bestuurders anders dan op jaarbasis.

Afvloeiingsregelingen

26. De hoogte van een uitkering bij beëindiging van het dienstverband door welke oorzaak dan ook (dus ook die naar aanleiding van een *change of control*) valt binnen de grenzen die zijn aangegeven in best practice bepaling II.2.7 van de Nederlandse corporate governance code.

Clawback bepaling

27. De regeling voor de lange termijn bonus, voor de jaarlijkse (korte termijn) bonus, voor bonussen die onderdeel zijn van een afvloeiingsregelingen en de regeling in de vorm van aandelen of opties bevatten de bepaling dat toegekende bonussen, opties en/of aandelen worden teruggevorderd als naderhand

blijkt dat zij (deels) onterecht, op basis van onjuiste (financiële) informatie, zijn toegekend (een zogeheten *clawback* bepaling). In het geval een bonus onterecht is toegekend, zet de vennootschap een procedure in werking om de toegekende bonussen, opties en/of aandelen terug te vorderen.

Inzichtelijkheid

28. Om de uniformiteit in de rapportage over de bezoldiging van bestuurders te bevorderen, worden alle gegevens omtrent de bezoldiging van bestuurders opgenomen in het remuneratierapport.

29. Om de vergelijkbaarheid tussen jaren en tussen vennootschappen te bevorderen, wordt in het remuneratierapport een apart *format* voor de (waarden van de) elementen van de bezoldiging van bestuurders opgenomen. Daarin wordt voor de volgende elementen een bedrag in euro's opgenomen: i) vaste jaarsalaris, ii) jaarlijkse (korte termijn) bonus, betrekking hebbend op het verslagjaar, iii) de waarde van de lange termijn bonus, betrekking hebbend op het verslagjaar, iv) de waarde van het pensioen; v) de waarde van alle overige emolumenten; vi) de waarde van de eventuele ontslagvergoeding en vii) het totale bedrag aan bezoldiging in het verslagjaar voor de bestuurder.

Bezoldiging non executives

30. Indien de vennootschap, in afwijking van best practice bepaling III.7.1 van de Nederlandse corporate governance code, voornemens is de bezoldiging van een *non executive* deels uit te keren in aandelen, wordt bepaald dat de aandelen tot ten minste twee jaar na zijn aftreden worden aangehouden²⁹.

²⁹ Een dergelijke afwijking kan voor non executives gerechtvaardigd zijn vanuit het oogpunt van een andere verdeling van verantwoordelijkheden en aansprakelijkheden in vergelijking met commissarissen. Daarnaast kan de aanbeveling dienstig zijn om buitenlanders te rekruteren voor de functie van non executive voor een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap.

Bijlage II: Eumedion-aanbevelingen inzake de delegatie van emissiebevoegdheid (vastgesteld op 14 januari 2008)

- (a) Bij delegatie betrokken organen. In het geval van delegatie van emissiebevoegdheid van nieuwe aandelen wordt het bestuur daartoe door de algemene vergadering van aandeelhouders aangewezen. Indien er op basis van de verleende emissiemachtiging nieuwe aandelen worden uitgegeven, dan vereist dat de voorafgaande goedkeuring van de raad van commissarissen, tenzij de emissie plaats vindt in het kader van een door de algemene vergadering van aandeelhouders goedgekeurde aandelen- en/of optieregeling.
- (b) Agendering en toelichting. Het agendapunt over delegatie van emissiebevoegdheid dient goed te worden toegelicht. In deze toelichting dienen de motieven voor dit voorstel en de voorwaarden voor de uitoefening van de te delegeren bevoegdheid (waaronder het maximaantal uit te geven aandelen, de delegatieperiode en de wijze van vaststelling van de uitgiftekoers) te worden uiteengezet. In geval van delegatie van emissiebevoegdheid voor verschillende soorten aandelen dienen deze voorstellen afzonderlijk te worden geagendeerd en toegelicht. In geval van delegatie van emissiebevoegdheid met verschillende doelstellingen (zoals beoogde acquisities of aandelen- en optieregelingen) dienen deze doelstellingen in de toelichting te worden gespecificeerd en dient delegatie van emissiebevoegdheid van aandelen in dezelfde klasse met verschillende doelstellingen afzonderlijk te worden geagendeerd.
- (c) Maximaantal uit te geven aandelen. Als geen materiële financieringsbehoefte in de beoogde delegatieperiode is voorzien, dient een machtiging tot uitgifte van gewone aandelen of financieringspreferente aandelen te strekken tot uitgifte van maximaal 10% van het geplaatste kapitaal na uitgifte. Een mogelijke verhoging tot 20% in geval van uitgifte in het kader van een fusie of overname is slechts gerechtvaardigd als deze mogelijke fusie of overname is voorzien en de daaraan ten grondslag liggende strategische overwegingen zijn omschreven in de toelichting bij het voorstel. De in het kader van een aandelen- en/of optieregeling uit te geven aandelen maken geen deel uit van de hier voor genoemde percentages.
- (d) Delegatieperiode. Delegatie van emissiebevoegdheid dient te worden verleend voor een maximumperiode van 18 maanden vanaf het moment van het delegatiebesluit. Deze termijn wordt teruggebracht tot 16 maanden zodra het wetsvoorstel ter implementatie van de Transparantierichtlijn³⁰ in werking treedt (waarschijnlijk 1 oktober 2008). Het delegatiebesluit dient te vermelden of de delegatie door de algemene vergadering van aandeelhouders kan worden ingetrokken. Het heeft de voorkeur om, in geval van een nog lopende delegatieperiode, het voorstel te formuleren als een verlenging van deze lopende delegatie, ter voorkoming van onduidelijkheid of de lopende delegatie naast de nieuwe delegatie blijft bestaan.
- (e) Toegestane uitgiftekoers. Indien de uitgiftekoers materieel lager is dan de gemiddelde beurskoers van het betrokken aandeel over de voorafgaande drie maanden, dan dient het bestuur dit te melden en te motiveren.
- (f) Uitsluiting en beperking van voorkeursrecht. Een combinatie van delegatie van emissiebevoegdheid en uitsluiting/beperking voorkeursrecht kan alleen worden toegestaan onder de voorwaarde dat:
- i) de raad van commissarissen goedkeuring verleent aan de emissie en aan de uitsluiting/beperking van het voorkeursrecht;
 - ii) bij het uitoefenen door het bestuur van deze beide bevoegdheden de waarde van de inbreng niet meer dan 10% lager is dan de gemiddelde beurskoers over een representatieve voorafgaande periode van drie maanden; en
 - iii) een bestuursbesluit gebaseerd op deze delegatie op de website van de vennootschap wordt geplaatst, tezamen met een uiteenzetting en toelichting van de voorgenomen inbreng.

- (g) Beschermingspreferente aandelen. Beschermingspreferente aandelen worden slechts uitgegeven:
- i) als een tijdelijke, noodzakelijke bescherming tegen een concrete bedreiging van de zelfstandigheid en de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap, na zorgvuldige afweging van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming, de aandeelhouders, de werknemers en andere bij de vennootschap en haar onderneming betrokkenen;
 - ii) aan een rechtspersoon waarvan het bestuur onafhankelijk is ten opzichte van de vennootschap;
 - iii) tot een maximum dat niet hoger mag zijn dan 100% van het nominaal bedrag van de reeds geplaatste aandelen;
 - iv) met als doel om het bestuur en de raad van commissarissen de tijd te verschaffen om in constructief overleg te treden met de bieder, om mogelijke alternatieven te verkennen en om de aandeelhouders van de vennootschap te informeren. Het bestuur geeft binnen zes maanden na de uitgifte van de beschermingspreferente aandelen een verklaring uit over de uitkomst dan wel 'tussenstand' en belegt een buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders om deze verklaring met de aandeelhouders te bespreken.

In geval van een voorstel tot delegatie van de bevoegdheid tot het uitgeven van beschermingspreferente aandelen welke bevoegdheid zal worden uitgeoefend door verlening van een call- of putoptie dient de toelichting een omschrijving te bevatten van:

- i) de (concept-)optieovereenkomst, met vermelding van de voorwaarden waaronder de optie kan worden uitgeoefend;
- ii) het maximaal aantal beschermingspreferente aandelen dat kan worden uitgegeven;
- iii) de maximumperiode gedurende welke de beschermingspreferente aandelen zullen uitstaan;
- iv) de voorwaarden waaronder de vennootschap tot intrekking van de beschermingspreferente aandelen kan overgaan; en
- v) de samenstelling van het bestuur van de rechtspersoon waarmee de optieovereenkomst is of wordt gesloten;

Deze gegevens dienen ook jaarlijks in het jaarverslag te worden gemeld.

Bijlage III: Eumedion-handleiding uitleg bepalingen uit de Code Tabaksblat die betrekking hebben op institutionele beleggers (vastgesteld op 27 september 2006)

Preambule

1. Een institutionele belegger heeft een fiduciaire verantwoordelijkheid richting zijn achterliggende begunstigen. Goede corporate governance standaarden kunnen bijdragen aan een duurzame winstgroei van de vennootschappen waarin een institutionele belegger belegt. Het gebruik maken van het stemrecht verbonden aan de aandelen kan een van de instrumenten zijn om de corporate governance standaarden te verbeteren. Een institutionele belegger heeft, mede als uitvloeisel van de Nederlandse corporate governance code, een inspanningsverplichting om een eigen beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die hij houdt in beursgenoteerde vennootschappen (hierna: stembeleid) te ontwikkelen. De achterliggende begunstigen hebben daarom (onder andere) recht op informatie over het stembeleid en de uitvoering daarvan.
2. De nadere uitwerking van de codebepalingen is gericht tot de institutionele belegger met zetel in Nederland in de zin van artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (Wft). Dit is: een beleggingsinstelling, een levensverzekeraar of een pensioenfonds.
3. Bij de formulering van deze nadere uitwerking van de codebepalingen die betrekking hebben op institutionele beleggers is uitgegaan van de wettelijke verplichting voor een institutionele belegger om mededeling te doen over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de Nederlandse corporate governance code die gericht zijn tot de institutionele belegger (artikel 5:86 en 5:87 Wft). Indien de institutionele belegger de betreffende principes en best practice bepalingen in het voorgaande boekjaar niet of niet geheel heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het lopende en daaropvolgende boekjaar geheel na te leven, doet hij daarvan gemotiveerd opgave ("pas toe of leg uit"-regel). De mededeling over de mate van naleving moet in het jaarverslag of op de website van de institutionele belegger worden opgenomen. Hij kan er ook voor kiezen om de mededeling naar het adres van iedere deelnemer of cliënt te sturen, wanneer deze daar vooraf uitdrukkelijk mee heeft ingestemd. Voor de toepassing van de wettelijke bepalingen worden aandelen gelijkgesteld met certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven.
4. De nadere uitwerking gaat er van uit dat een institutionele belegger de codebepalingen die tot hem zijn gericht zo veel mogelijk wil naleven. Voorts wordt er van uit gegaan dat een institutionele belegger gebruik maakt van een website voor informatieverstrekking.
5. Indien een institutionele belegger (een deel van) het vermogensbeheer heeft uitbesteed, maakt de institutionele belegger afspraken met de externe vermogensbeheerder over de wijze van de uitoefening van het stemrecht op de aandelen die in beheer zijn gegeven.
6. Een institutionele belegger plaatst en actualiseert alle informatie die hij over het stembeleid en de uitvoering daarvan publiceert op een afzonderlijk – dat wil zeggen gescheiden van andere informatie van de institutionele belegger – en als zodanig herkenbaar gedeelte van de website. Via de zoekfunctie en het invullen van zoektermen als "stembeleid", "voting policy" of "corporate governance"³¹ komen belanghebbenden relatief gemakkelijk bij dit specifieke deel van de website. Indien gewenst, kan de insti-

³¹ Daarbij dient te worden vermeld dat "corporate governance" ziet op het beleid van de institutionele beleggers t.a.v. de corporate governance structuur van de vennootschap waarvan de institutionele belegger aandelen houdt. Deze term dient te worden gescheiden van de vormgeving van de governance structuur van de eigen instelling.

tutionele belegger volstaan met het aanbrenge van een hyperlink naar de website van de partij met wie hij een overeenkomst heeft gesloten over de uitvoering van het stembeleid en de institutionele belegger dat stembeleid volgt als de partij deze informatie publiceert op haar website. Naast het publiceren van de zojuist genoemde informatie op de website wordt aanbevolen dat een institutionele belegger ook (de hoofdlijnen van) het stembeleid en de uitvoering daarvan opneemt in het jaarverslag.

7. De nadere uitwerking van de codebepalingen heeft tot doel de transparantie over het stembeleid, de uitvoering van het stembeleid en het stemgedrag te verhogen. De nadere uitwerking bevat minimumnormen. Institutionele beleggers kunnen ervoor kiezen verder te gaan dan de hieronder opgesomde minimumnormen.

Handleiding uitleg codebepalingen

Uitwerking best practice bepaling IV.4.1: publiceren stembeleid

1. Een institutionele belegger publiceert jaarlijks in ieder geval op de door hem gebruikte website zijn stembeleid.
2. In de rapportage wordt in ieder geval ingegaan op de volgende vragen:
 - a) Wat is de doelstelling van het stembeleid?
 Ingrediënten zouden kunnen zijn: (lange termijn) waardecreatie, vermindering van risico's en verhoging van het rendement.
 - b) In welke mate wordt er gestemd op de aandelen van vennootschappen waarin wordt belegd? Zijn er restricties aangebracht in het stembeleid? Waaruit bestaan deze restricties? Hebben deze bijvoorbeeld betrekking op:
 - i) de regio
 Bijvoorbeeld alleen Nederland, de Europese Unie en/of alleen in de landen waar de aandelen niet worden geblokkeerd of alleen voor een beperkte periode.
 - ii) de sector
 Bijvoorbeeld alleen de meest omvangrijke investeringen per sector (bijvoorbeeld energie, basisindustrie, industriële ondernemingen, duurzame consumptiegoederen, niet-duurzame consumptiegoederen, gezondheidszorg, financiële diensten, informatietechnologie, telecommunicatie en nutsbedrijven).
 - iii) de omvang van het aandelenpakket
 Bijvoorbeeld alleen als het aandelenbelang een bepaalde marktwaarde of procentueel belang vertegenwoordigt of die vennootschappen waarin de institutionele belegger het meest heeft geïnvesteerd.
 - iv) de "aard" van de aandeelhoudersvergadering
 Bijvoorbeeld alleen die vergaderingen waar majeure besluiten staan geagendeerd.
 - v) het beleid ten aanzien van het uitlenen van aandelen rond de datum van de algemene vergadering.
 Bijvoorbeeld het beleid dat alle aandelen worden teruggehaald wanneer majeure besluiten staan geagendeerd en dat in "normale omstandigheden" in ieder geval op een bepaald percentage van het totaal aantal aandelen van de specifieke vennootschap waarvan de institutionele belegger economisch eigenaar is, wordt gestemd.
 - c) Welke corporate governance code of stemgedragrichtlijnen worden gehanteerd om het stemgedrag te bepalen?
 Bijvoorbeeld nationale corporate governance codes (voor Nederland de Code Tabaksblat), de code van het International Corporate Governance Network, de OESO corporate governance code, de stemrichtlijnen van corporate governance service providers, een eigen code en Eumedion-richtlijnen t.a.v. bijvoorbeeld de bezoldiging van bestuurders.
 - d) Hoe wordt omgegaan met mogelijke tegenstrijdige belangen betreffende het stemgedrag binnen het eigen concern³²?
 Wordt er dan bijvoorbeeld niet gestemd of neemt de institutionele belegger in dat geval "blind" het advies van een corporate governance service provider over? Of zijn er bepaalde maatregelen genomen om deze tegenstrijdige belangen bij het bepalen van het stemgedrag tegen te gaan?

³² Het gaat dan om bijvoorbeeld de situaties dat een institutionele belegger commerciële diensten aanbiedt aan een vennootschap waarin ook aandelen worden gehouden of om een institutionele belegger die aandelen houdt van de "moederorganisatie" of van de vennootschap wier pensioenregeling door de betreffende institutionele belegger wordt uitgevoerd (de sponsor).

- e) Zijn er veranderingen aangebracht in het stembeleid? Hebben nieuwe inzichten geleid tot een aanpassing van het stembeleid? Hebben veranderingen in codes geleid tot een aanpassing van het stembeleid?

Uitwerking best practice bepaling IV.4.2: uitvoering stembeleid

3. Een institutionele belegger doet per kalenderjaar verslag van de uitvoering van zijn stembeleid.

4. In het verslag wordt in ieder geval ingegaan op de volgende vragen:

- a) Wat zijn de belangrijkste ontwikkelingen geweest op het terrein van de uitvoering van het beleid in het verslagjaar?

Ingrediënten zijn onder andere de gevallen waarbij is afgeweken van het stembeleid van de institutionele belegger en de redenen daarvoor. Zijn er bepaalde accenten gelegd, bijvoorbeeld op de speerpunten van de Eumedion-speerpuntenbrief?

- a) Wordt het stemmen uitbesteed of *in house* gemanaged? Is bijvoorbeeld het stemmen geheel of gedeeltelijk gedelegeerd aan een externe vermogensbeheerder?
- b) Wordt fysiek deelgenomen aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders of wordt “op afstand” via het afgeven van een volmacht aan een tussenpersoon gestemd? Te denken valt aan het zelf, fysiek, stemmen op de algemene vergadering, het stemmen via de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders of via het Algemeen Nederlands Trustkantoor of het stemmen op afstand via een internationale corporate governance service provider, zoals Institutional Shareholder Services of Glass Lewis. Daarbij kan worden aan gegeven hoe op geaggregeerd niveau (bijvoorbeeld per land, regio of per sector) is gestemd of hoeveel stemmen in totaal zijn uitgebracht.
- c) Worden volmachten – al dien niet voorzien van een (bindende) steminstructie – afgegeven aan andere institutionele beleggers om namens elkaar op de vergaderingen te stemmen? Bijvoorbeeld via het netwerk van Eumedion.

Uitwerking best practice bepaling IV.4.3: kwartaalverslag stemmen

5. Een institutionele belegger doet ten minste eenmaal per kwartaal verslag of en hoe hij op de aandelen in beursgenoteerde vennootschappen heeft gestemd.

6. In dit kwartaalverslag wordt een overzicht gepresenteerd van het stemgedrag op de algemene vergaderingen in het afgelopen kwartaal. Indien de institutionele belegger er voor kiest af te wijken van best practice bepaling IV.4.3, meldt de institutionele belegger in ieder geval die zaken die significant afwijken van het eigen stembeleid.

Minimaal een maal per kwartaal geeft de institutionele belegger op individueel vennootschapsniveau aan hoe (voor, tegen of onthouding bij elk agendapunt) op welke vergadering is gestemd. De institutionele belegger kan hiervan afwijken door bijvoorbeeld gegevens op geaggregeerde basis (per regio of per sector) te publiceren, of door alleen de aantallen uitgebrachte stemmen te noemen en niet hoe is gestemd. Bij dergelijke afwijkingen meldt de institutionele belegger in ieder geval in welke gevallen er significant is afgeweken van het eigen stembeleid. Naast informatie over het stemgedrag kan de institutionele belegger ook informatie geven over de algemene vergaderingen van aandeelhouders die fysiek zijn bezocht, plus een eventueel verslag van die fysieke vergaderingen en/of van de inhoud van de eventuele dialoog die hij is aangegaan met de vennootschap.

7. Wanneer externe vermogensbeheerders zijn ingeschakeld, wordt – zo mogelijk – met deze partijen overeengekomen hoe zij aan de cliënt rapporteren over het stemgedrag van voor deze institutionele belegger gehouden aandelen.

Bijlage IV: ICGN-statement over aandeelhoudersverantwoordelijkheden (vastgesteld op 6 juli 2007)

1.1 Strikte normen van behoorlijk ondernemingsbestuur (corporate governance) zorgen ervoor dat raden van bestuur naar behoren verantwoording moeten afleggen jegens de aandeelhouders van de vennootschappen waaraan ze namens hen leiding geven. Daarnaast zullen deze normen de ondernemingen waarin belegd wordt, ondersteunen bij het maken van solide beslissingen en bij het beheersen van risico's zodat ook op termijn een duurzame waardegroei kan worden gerealiseerd. Het streven naar strikte bestuursnormen maakt daarom integraal deel uit van de fiduciaire verplichting van instellingen om waarde te genereren voor de begunstigen.

1.2 Hieruit volgt dat overwegingen inzake behoorlijk ondernemingsbestuur in het beleggingsproces moeten worden geïntegreerd. Bovendien zullen de algemene voordelen van strikte bestuursnormen slechts toenemen als alle instellingen toewerken naar het spelen van een passende rol.

1.3 Aandeelhoudersrechten moeten altijd worden uitgeoefend met de doelstelling van het leveren van duurzame waardegroei in gedachte. Dit maakt dat aandacht voor de specifieke situatie van de betrokken onderneming van groter belang is dan een formalistische toepassing van de governance-regels. In plaats van te streven naar bemoeienis met het dagelijkse bestuur van de onderneming, moeten institutionele aandeelhouders en hun agenten actief betrokken zijn bij een constructieve relatie met ondernemingen waarin zij beleggen om het wederzijdse begrip te vergroten, geschillen op te lossen en waardecreatie te bevorderen.

1.4 Een vertrouwensrelatie wordt eerder bereikt wanneer institutionele aandeelhouders en hun agenten kunnen aantonen dat ze de eigendomsrechten op verantwoorde wijze uitoefenen. Deze omvatten:

i. Toepassing van een consistent beleid

Het is niet alleen belangrijk voor begunstigen om te worden geïnformeerd over het governance-beleid van degenen die voor hen handelen, maar ook voor ondernemingen om te weten welk beleid de aandeelhouders waarschijnlijk zullen aannemen. Op de meeste markten is dit gemakkelijker gemaakt door de ontwikkeling van codes van behoorlijk ondernemingsbestuur met normen die door beide zijden moeten worden begrepen en toegepast.

Aandeelhouders moeten duidelijk voor ogen hebben welke normen ze toepassen en hoe ze ondernemingen waarin zij beleggen controleren. Indien dit kan leiden tot een negatieve stem of een onthouding op een algemene vergadering, moet de raad van bestuur hiervan, ideaal gesproken schriftelijk, op de hoogte worden gesteld evenals van de redenen voor de beslissing, ten minste in het geval van deelnemingen van aanzienlijke omvang.

Institutionele beleggers moeten periodiek de effectiviteit van hun controle en eigendomsactiviteiten meten en toetsen en de resultaten hiervan meedelen aan hun begunstigen op een manier die het begrip van de begunstigen vergroot, zonder dat hun specifieke inspanningen op het gebied van de betrokkenheid bij ondernemingen in gevaar worden gebracht.

ii. Betrokkenheid bij ondernemingen

Verantwoordelijke eigenaren moeten gebruik maken van hun stemrechten. Een hoge opkomst bij algemene vergaderingen zal ertoe bijdragen dat er solide en representatieve beslissingen worden genomen.

Succesvolle betrokkenheid vereist echter meer dan het weloverwogen stemmen. Het vereist ook: het voortzetten van de dialoog met het bestuur over governance-beleid zodat zorgen vroegtijdig kunnen worden aangepakt; het steun geven aan een behoorlijk bestuur van de onderneming; en, zo nodig, het raadplegen van andere beleggers en lokale beleggingsverenigingen.

Aandeelhouders moeten aan het begin van hun dialoog met de ondernemingen over bestuurskwesties de regels inzake marktmisbruik naleven en geen handelsvoordeel nastreven door het bezit van prijsgevoelige informatie. Voor zover passend en mogelijk, kunnen ze overwegen formeel insiders te worden om een proces van verandering op de langere termijn te ondersteunen. In het begin van hun dialoog met de ondernemingen moeten ze duidelijk maken of ze al dan niet insiders willen worden. Ze moeten ondernemingen stimuleren alle gevoelige informatie en de beslissingen die het gevolg zijn van deze dialoog openbaar te maken in het voordeel van alle aandeelhouders.

Ze moeten samenwerking overwegen met andere aandeelhouders met betrekking tot bepaalde kwesties. Bij deze samenwerking moeten ze ook de regels naleven met betrekking tot het onderling afstemmen met partijen. Instellingen moeten toezichthouders aanmoedigen om regels te ontwikkelen met betrekking tot zowel marktmisbruik als onderling afgestemde feitelijke gedragingen, die praktisch kunnen worden gehandhaafd en geen belemmering vormen voor een redelijke samenwerking tussen aandeelhouders of, meer in het algemeen, voor een constructieve dialoog.

Beleggers moeten een duidelijke aanpak hebben voor het omgaan met situaties waarin de dialoog ontbreekt. Deze aanpak moeten zij meedelen aan de ondernemingen als deel van hun beleid inzake behoorlijk ondernemingsbestuur. Stappen die genomen kunnen worden in het kader van een dergelijke aanpak zijn: zorgen direct aan het bestuur meedelen of op een aandeelhoudersvergadering tot uitdrukking brengen; het doen van een publieke verklaring; het voorleggen van besluiten aan een aandeelhoudersvergadering; in voorkomend geval het voordragen van een of meer kandidaten voor verkiezing in het bestuur; het bijeenroepen van een aandeelhoudersvergadering; arbitrage; en, als laatste uitweg, het ondernemen van juridische stappen, zoals gerechtelijke onderzoeken en collectieve schadeclaims.

iii. Stemmen

De economische eigenaren of de bestuursorganen die namens hen beleggen, hebben het uiteindelijke stemrecht. Markten hebben een collectieve plicht het misbruik van stemrecht tegen te gaan door diegenen die geen economisch eigenaar zijn.

Stemmen is geen doel in zichzelf, maar een essentieel middel dat ervoor zorgt dat raden van bestuur verantwoording afleggen en de verplichting van rentmeesterschap van instellingen nakomen om zodoende waardecreatie te bevorderen. Institutionele beleggers moeten daarom streven naar het weloverwogen stemmen op hun aandelen in overeenstemming met deze doelstelling. Ze moeten een stembeleid ontwikkelen en publiceren zodat begunstigden en de ondernemingen waarin zij beleggen kunnen begrijpen welke criteria worden gebruikt bij het komen tot beslissingen. Stembeslissingen moeten een weerspiegeling vormen van de specifieke omstandigheden van het geval. Voor zover deze een afwijking betekenen van het normale beleid, moeten instellingen bereid zijn de redenen hiervoor aan hun begunstigden en aan de betrokken ondernemingen uit te leggen.

Vermogensbeheerders moeten passende regelingen hebben voor het uitbrengen van verslag aan de begunstigden over de wijze waarop het stembeleid is ingevoerd en over iedere relevante betrokkenheid bij de ondernemingen in kwestie. Tot de **best practices** van vermogensbeheerders moet behoren dat ze een jaarlijks overzicht bekend maken van hun stemverslagen samen met volledige stemverslagen in belangrijke gevallen. Stemverslagen moeten aangeven of stemmen zijn uitgebracht vóór of tegen de aanbevelingen van het ondernemingsbestuur. De ICGN bevordert transparantie en daarom

moet aandacht worden geschonken aan de verdienste van vrijwillige publieke bekendmaking van het stemverslag door de vermogensbeheerder daar dit diens betrokkenheid toont bij het afleggen van verantwoording en kan laten zien dat belangenconflicten naar behoren worden beheerd. Vanwege de toegenomen publieke bekendmaking op de grote markten, is het nuttig als vermogensbeheerders hun ideeën over publieke bekendmaking toelichten, zelfs als ze hebben besloten om zelf niet tot bekendmaking over te gaan.

Instellingen moeten proberen om tot een duidelijke beslissing te komen vóór of tegen ieder besluit. Zij kunnen er in nader omschreven of specifieke gevallen voor willen kiezen zich te onthouden van stemming om een signaal uit te doen gaan naar de onderneming. Dit kan zijn omdat de onderneming de steun dreigt te verliezen als het volhardt in een bepaald beleid of dat de onderneming zich beweegt in de juiste richting maar nog geen adequaat beleid heeft ingevoerd. In beide gevallen moet de reden voor de beslissing naar behoren aan de onderneming worden meegedeeld.

Indien de eigendomsverantwoordelijkheden worden uitbesteed, moeten de instellingen de namen van de agenten aan wie ze hebben uitbesteed bekend maken samen met een beschrijving van de aard en reikwijdte van deze uitbesteding en de wijze waarop deze regelmatig wordt gecontroleerd. Indien ze van mening zijn dat het noemen van de namen van de ingehuurde agenten niet passend is, moeten ze hiervan de redenen geven.

Instellingen moeten proactief samenwerken met andere tussenpersonen en, indien nuttig, ook met toezichthouders om de hindernissen voor het stemmen in de keten weg te nemen.

iv. De aanpak van zorgen op het gebied van behoorlijk ondernemingsbestuur

Instellingen lopen het risico te falen in hun verantwoordelijkheden als trustees als ze geen acht slaan op serieuze zorgen op het gebied van behoorlijk ondernemingsbestuur die van invloed kunnen zijn op de waarde van hun belegging op de lange termijn. Ze moeten passende maatregelen nemen naar aanleiding van deze zorgen en hier op verantwoorde wijze mee omgaan.

Dergelijke zorgen kunnen betrekking hebben op:

Transparantie en prestatie, waaronder het niveau en de kwaliteit van de transparantie; de financiële en operationele prestaties van de onderneming, zoals significante strategische kwesties; substantiële veranderingen in de financiële of controlestructuur van de onderneming; de boekhoudkundige en auditpraktijken van de ondernemingen waarin wordt belegd

Bestuursstructuren en -procedures, waaronder de rol, onafhankelijkheid en geschiktheid van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders en/of commissarissen; de kwaliteit van de opvolgingsgebruiken en -procedures; het beloningsbeleid van de onderneming; belangenconflicten met grote aandeelhouders en andere verbonden partijen; de samenstelling en adequaatheid van de interne controlesystemen en -procedures; de samenstelling van de audit- en beloningscommissies; het beheer van milieu- en ethische risico's

Aandeelhoudersrechten, waaronder het niveau en de bescherming van aandeelhoudersrechten; de bescherming van minderheidsaandeelhouders; regelingen inzake het stemmen bij volmacht; de onafhankelijkheid van *fairness opinions* van derden inzake bepaalde transacties.

Bijlage V: ICGN Securities Lending Code of Best Practice (vastgesteld op 6 juli 2007)

The lending of securities and especially of common shares is an increasingly important practice which improves market liquidity, reduces the risk of failed trades, and adds significantly to the incremental return of investors. However, we have found that there is widespread misunderstanding of securities lending transactions on the part of those not directly involved in the process. The word 'lending' has itself misled many as in law the transaction is in fact an absolute transfer of title against an undertaking to return equivalent securities. Misconceptions as to its nature have led to loss of shareholder votes in important situations, as well as to cases of shares being voted by parties who have no equity capital at risk in the issuing company, and thus, no long-term interest in the company's welfare. Lenders' corporate governance policies may also be undermined through lack of coordination with lending activity. It is also imperative that there be as little risk as possible that a poll of the shareholders may be compromised through misuse of the borrowing process. To address these concerns the ICGN proposes this Code of Best Practice to its members. It encourages other concerned investors, market intermediaries, and public companies to take account of the Code where appropriate.

Three broad principles which apply to all areas of investment practice are here used to clarify the responsibilities of all parties engaged in stock lending. With their relevant applications in this area, they are:

First, **transparency**: the lending process, frequently handled today as a purely mechanical adjustment to custodial arrangements, should become subject to the same visibility and safeguards as any other transaction conducted on an owner's or beneficiary's behalf in a securities account.

Second, **consistency**: it is unreasonable to expect that lending agents can make subtle judgements as to when they should sacrifice some income in order to protect the lender's long-term economic interests and stewardship commitments. A clear set of policies which indicates with as little ambiguity as possible when shares shall be lent and when they shall be withheld from lending or recalled is necessary in order to ensure that similar situations are handled in the same way. Clear mechanisms should be set up to handle borderline situations. Neither the long-term economic interest in better governance nor the interest in maximising short-term remuneration should be allowed to exceed the parameters set for each by the stated policy of the primary lender^{33*}.

Third, **responsibility**: responsible shareholders have a duty to see that the votes associated with their shareholdings are not cast in a manner contrary to their stated policies and economic interests. While fiduciaries have a duty to maximise economic returns to their beneficiaries, they equally have a fiduciary duty to protect their long-term interests through voting and other actions sometimes precluding lending. Fiduciaries also have a duty to ensure that the pursuit of more income is not subjecting their beneficiaries to greater risks. These responsibilities must be appropriately balanced according to the primary lender's voting policy, in accordance with its ultimate beneficiaries' preferences. This responsibility lies with the primary lender, and not with its agents.

By properly following these broad principles best practice with regard to share lending can be achieved. The difficulty lies in applying them thoroughly. Staffers or agents responsible for voting and investment decisions should always have full transparency whether and what percentage of shares have been lent. Beneficiaries should always know which percentage their manager has voted of its position in a given portfolio company. Consistency may be lost when a lender with a policy to recall shares to vote "on important issues" cannot know in a particular country with an early record date what the issues to be voted upon will be. (This is the case in the United States and Canada.) Responsibility has been ignored

33

The asterisk indicates when a term defined in Appendix III is used in the text for the first time.

when lenders, drawn by suddenly rising demand, lend shares under circumstances in which it is highly probable that they are being borrowed in order to alter the result at a shareholders' meeting, possibly to their own detriment.

Specific aspects of best practice follow from these broad principles. While simple to state, their application may be complex and involve many unsuspected technical adjustments. We have therefore sought to provide more detailed guidance and explanation in the attached appendices. The basic tenets of best practice, however, are:

1. All share lending activity should be based upon the realisation that lending inherently entails transfer of title from the lender to the borrower for the duration of the loan. Most economic rights of the lender can be preserved through contractual agreements with the borrower. Those involving the issuer, however, such as the right to vote, or one's continuity on the share register, **cannot** be preserved in this way. If an investor wishes to vote its lent shares or protect its legal interests as a registered shareholder, it **must** recall the shares.
2. During the period of a stock loan, lenders may protect their rights only with the borrower, since they have no rights with the issuer of the shares which have been lent. Stock loans are normally collateralised at more than 100% of the current market value of the loan. The collateral may be cash, high-quality debt securities, or equivalent equity securities. Lenders must ensure that this collateral, together with any contractual claims upon the borrower, adequately protects their interests for the duration of the loan.
3. Institutional shareholders should have a clear policy with respect to lending, especially insofar as it involves voting. A lending policy should clearly state, *inter alia*, the lender's policy with regard to recall of lent shares for the purpose of voting them. All lending conducted by the institution or on its behalf should be done in accordance with this stated policy.
4. Lending policy should be mandated by the ultimate beneficial owners of an institution's shares, whether they be another institution or corporate body or an assemblage of individuals.
5. Where lending activity may alter the risk characteristics of a portfolio, the policy should state the extent to which this is permitted. This involves the extent of lending activity, the quality of the borrowers, the quality of the collateral accepted for loans, and its nature: cash, other securities, or a combination of the two, as well as any questions as to changes in the duration of the portfolio, as well as its other risk characteristics.
6. The returns from lending should be disclosed separately from other investment returns when reporting to clients or beneficiaries. They should not be hidden under management and other costs. As lending has become an important source of revenue, it behoves institutions to disclose its extent to their clients or beneficiaries, as well as the extent to which investment returns and cost ratios are being driven by or ameliorated by the returns from lending.
7. It is bad practice to borrow shares for the purpose of voting. Lenders and their agents, therefore, should make best endeavours to discourage such practice. Borrowers have every right to sell the shares they have acquired. Equally the subsequent purchaser has every right to exercise the vote. However, the exercise of a vote by a borrower who has, by private contract, only a temporary interest in the shares, can distort the result of general meetings, bring the governance process into disrepute and ultimately undermine confidence in the market.

The ICGN affirms the principle that companies should know who controls the votes at their general meetings, and that this transparency should benefit all market participants. Considering the availability of market instruments that separate economic ownership from control, the ICGN believes that it has become desirable for companies and the broader market to be able to track significant divergence of voting power from declared economic ownership. The ICGN therefore invites the relevant market authorities to consider amending their holdings disclosure regimes to include the transfer of actual or contingent voting rights executed through the use of securities lending and derivatives.

The attached appendices attempt to delineate in full the responsibilities of the different parties, the sorts of circumstances under which the above principles might be compromised, and how these situations should be handled in accordance with best practice. They are intended as guidance. Best practice may be achieved by other mechanisms as long as the principles are kept in mind in devising appropriate procedures.

Appendix I of the ICGN Securities Lending Code: Duties of the Respective Parties to a Lending Transaction

A. Lender's Responsibilities

a) **Policy on Voting and Recall of Loaned Shares** – The fund, fund sponsor, or principal manager* of a portfolio or fund from which shares are loaned (hereafter the primary lender*) should be responsible for drafting and publishing a general policy that clearly sets forth the scope of lending activity, and under what circumstances, if any, this activity is to be subordinated to voting and to the lender's duties as a long-term shareholder.

b) **Terms of Master Agreement** – A Master Lending Agreement among the primary lender, the borrower,* and any custodians, agents or other parties involved in the loan transaction should implement these policies, the attendant procedures, including the procedures for recalling* shares and whatever penalties there are for non-compliance, and indicate the likelihood that shares may be recalled for voting purposes. Needless to say, the Master Lending Agreement should protect the lender's and the borrower's economic interests to the greatest extent possible in the jurisdiction involved.

c) **Disclosure within the Lender's Ownership Chain*** – The primary lender's trustees or directors should effectively communicate their policies and procedures to designated executives at the lending institution and at any agent organisations involved in the investment, lending, or voting of those shares, as well as with those responsible for corporate governance for the portfolio or fund in question. All changes in actual positions due to any lending activity should be updated daily to all those executives charged with investing or voting the shares.

d) **Responsibility for Compliance** – The primary lender should be responsible for ensuring that its policies and procedures are practicable, that they fulfil the principles expressed herein, and that they are properly administered no matter what the lender's structure and division of responsibilities among different business units or agent companies.

e) **Dispute Resolution** – The primary lender or its principal manager should establish and administer specific procedures to resolve disputes that may arise in connection with the implementation of its lending policy. A record should be kept of each of these disputed cases and the decision should be communicated to all the designated parties within the lender's organisation.

f) **External Disclosure** – The revenues from lending activity should be disclosed separately to the portfolio's or the fund's beneficiaries. If the jurisdiction is one in which voting must be disclosed to beneficiaries, lenders should also disclose when shares were not voted because they were out on loan.

g) **Lending Agents** – The obligations of any agent charged with conducting lending activity on behalf of a primary lender are normally set out in a contract. It is important that primary lenders ensure contracts are worded so as to incorporate the maintenance of best practice, including, where appropriate, the terms and conditions of the Master Lending Agreement. Ultimate responsibility for maintaining best practice in lending policy is the duty of the primary lender.

B. Borrower's Responsibilities

a) **Recall of Borrowed Shares** – Borrowers should agree to return equivalent shares to those borrowed promptly upon the lender's request whether these are in the borrower's possession or more likely must be purchased in the market. All properly executed requests for recall must be treated as equally valid.

b) **Non-Voting of Borrowed Shares** – It is never good practice for borrowers to exercise voting rights with respect to shares they have borrowed, except in the rare circumstances where they are acting pursuant

to the lender's specific instructions. This limitation is not binding upon a subsequent *bona fide* purchaser of borrowed shares.

c) **Special Terms of Agreement** – Borrowers should comply with any additional terms agreed with the lender and should, to the extent possible, communicate these terms to other parties on whose behalf they are carrying out the borrowing.

d) **Accountability and Prevention of Abuses** – When borrowing shares for a third party client, borrowers should use their best efforts to ensure that the principals on whose behalf they are acting understand that they are supposed to comply with best practice, as set forth in this Code.

C. Recommended Actions for Issuers to Ameliorate the Effects of Lending

a) **Timely Notice of Shareholder Meetings and Other Transactions** – Issuers should publish and distribute a Notice of Meeting, Agenda and other disclosure documents in sufficient time for lenders and borrowers of shares to comply with their policies and best practices as set forth in this document, including public notice of the issues well before any significantly advanced record date.

b) **Separation of Record Dates for Dividend Payments and Shareholder Meetings** – To minimise the effect of share lending for dividend swaps* upon shareholder participation and share voting, issuers should not set dividend record dates less than 30 days in advance of a shareholder meeting or record date (whichever is relevant for voting) nor less than 15 days after the shareholder meeting (or record date).

c) **Tabulation** – Issuers have a duty of care in their record keeping and administration of shareholder voting to identify and expose abuses in the voting of borrowed shares and to prevent double voting of shares. If the custodians' practice of using commingled accounts interferes with that responsibility, issuers have a duty to call public attention to the problem, and to work with custodians to ameliorate it wherever practicable.

Appendix II of the ICGN Securities Lending Code: Guidance on Best Practices Associated with the Responsibilities of Primary Lenders, Lending Agents, and Borrowers

1. Voting and share lending.

- 1.1. The voting right is normally inseparable from the share in which it inheres.
- 1.2. Accordingly, except in the rare case in which some private treaty provides for the separation of voting right from the share (and this is permitted by the issuer and by any applicable law), the primary lender of a share loses his voting right for that share. Until and unless a recall is executed, and an equivalent share is delivered to the lender, he is disenfranchised with respect to that share.
- 1.3. Any subsequent bona fide purchaser of that share, whether his ownership come as a result of purchase of a share sold short* by the borrower, or of delivery in lieu of a failed settlement,* acquires the voting right together with all the other indicia of ownership. As a matter of market practice, he will have no idea that his share had formerly been borrowed from someone else. As far as the issuer is concerned, the share has changed hands.
- 1.4. With respect to ownership rights, the initial borrower is in a different position than any subsequent owner to whom the shares are sold, as the initial borrower knows that the shares were borrowed, and that it retains rights over the collateral* posted in lieu of payment.

2. Improper Lending Practices.

- 2.1. The borrowing of shares for the primary purpose of exerting influence or gaining control of a company without sharing the risks of ownership is a violation of best practice. Similarly, the borrowing of shares in order to deliberately reduce or suppress the vote at a shareholders' meeting is bad practice.
- 2.2. Accordingly, the borrowing of shares for the purpose of exercising the right of the shareholder's vote is to be discouraged by all lenders.
- 2.3. The borrower of a share, for whatever purpose, should not vote that share without the express permission of the lender, and in accordance with his instructions.
- 2.4. Similarly, the holder of a share as collateral should not vote that share, unless specifically given the exclusive right to do so by private treaty with the borrower who provided the collateral.
- 2.5. The lender's Master Lending Agreement should specify that shares are not being lent for the principal purpose of voting those shares, and should provide clear guidance as to what circumstances might permit a borrower to vote borrowed shares as well as what the responsibilities of any lending agents might be in those circumstances.
- 2.6. No lender or lending agent should knowingly enter into a scheme in which he is making shares available to a borrower for the primary purpose of voting them, or of otherwise attempting to exert control upon the issuing company by means of the voting right attached to the borrowed shares.

3. Lending policy, lending contracts, transparency, and disclosure.

- 3.1. Policy on lending, and in what circumstances lending is to be considered subordinate to voting, should be a responsibility of the trustees or the directors of the fund or portfolio from which shares are to be lent.
 - 3.1.1. A written statement of the lending policy should be communicated to any other entities up and down the chain of ownership which might have any reason to become involved with lending or voting decisions.
 - 3.1.2. The lending policy statement should also be made available to the ultimate beneficiaries of the portfolio or fund. This document should make clear under what general circumstances loans are likely to be recalled for voting purposes, and the approximate extent of loan activity envisioned.
- 3.2. The lending contract should be negotiated with the full knowledge and active participation of the primary lender of the securities if the lending is to be done by an agent. Any subsequent changes to the contract or other departures from standard practice should be discussed beforehand with the primary lender or its manager responsible for the shares in question.

3.3. It is recommended that lenders rely upon a contract which protects their rights and provides full compensation or damages with respect to all corporate actions, as well as allowing for recall in the event of a vote the lender deems controversial and appropriate for recall.

3.4. In the event of failure to deliver like shares when they have been recalled for the purpose of voting, the penalties should be the same as for failure to deliver for any other reason.

4. Communication of lending activity.

4.1. It should be incumbent upon whoever is responsible for actual lending—whether it be a division of the primary manager, the primary manager’s custodian, or any other agent of the primary manager or the holding chain—to update the data on any lending activity and on attendant changes in the relevant portfolio. This data should be furnished to all those personnel responsible for management of that portfolio, and to those responsible for voting decisions and for the implementation of corporate governance policy.

4.2. Such data should be made available in a timely fashion, normally by the close of business each day.

4.3. If responsibility for portfolio management and/or voting decisions has been delegated by the primary manager to another agent not in the chain of control between the primary manager and the lending agent, a separate chain of communication should be set up, and the lending agent required to inform directly this entity (or these entities) of lending activity and changes in the composition of the portfolio resulting therefrom.

5. Communication regarding proxy material, record or blocking dates, and decision dates.

5.1. The following personnel are potentially in need of information regarding meeting agendas and dates, the text of proposals, key decision dates, and parameters for any proxy vote or other corporate action which might trigger a recall:

- (a) The portfolio manager directly responsible for buy and sell decisions concerning the stock in question
- (b) Whoever is responsible for proxy voting decisions regarding the same security
- (c) The party responsible for implementing corporate governance policy
- (d) The principal manager of the fund involved if different from above.

5.2. Primary lenders should ensure that the proper mechanisms for timely dissemination of this information are in place, so that all of these key decision makers are informed sufficiently ahead of decision deadlines that they may make appropriate judgments in accordance with their particular mandates. This may require some sort of routine distribution of communications from the custodian, and/or from other services.

6. Resolution of disputes involving recall.

6.1. The Primary Lender’s Policy Statement, as well as the Master Lending Agreement, should prescribe a formal mechanism to resolve any dispute arising from a difference of opinion as to whether a given share should be left out on loan or recalled.

6.2. Such a dispute-resolving mechanism should fairly represent the different perspectives of investment managers, corporate governance staff, and the exigencies of lending.

6.3. Decisions should be made in accordance with the primary lender’s stated lending policy, its governance policy, and the explicit objectives of the fund. The object is to resolve the conflict between short-term revenue maximization and longer-term investment or governance goals.

6.4. The decisions of the resolving mechanism should be a matter of record to be communicated to those responsible for setting and enforcing corporate governance policy at the primary lender or its manager.

7. Record dates.

7.1. Record dates pose a special challenge to the lender of securities, as they may be significantly divorced in time from the date of the actual vote.

7.2. In those jurisdictions in which it has been the practice for the issuer to publish and distribute proxy material and the agenda of the shareholders' meeting only after the record date and only to shareholders of record on that date, it may be difficult or impossible for lenders to know whether they might want to recall shares for voting in advance of the record date.

7.2.1. To circumvent this conundrum, issuers should promulgate the agenda for upcoming shareholders' meetings publicly (e.g., by posting at the company's website) sufficiently in advance of the record date that lenders may have time to recall should they decide to do so. This is in keeping with the "Issuer's Recommended Actions" delineated in Appendix I. C. above.

7.2.2. In the absence of such provision by issuers, lending institutions in those jurisdictions can only make reasonable efforts to learn whether an upcoming shareholder vote is likely to be sufficiently controversial under their own voting guidelines that they should consider recalling the relevant share in advance of the record date.

7.2.3. Absent resources for such information gathering, it may be impossible for lenders to pursue a policy of recalling lent shares 'in the event of an important or controversial vote.'

7.3. When the record date or its functional equivalent is near in time to the shareholders' meeting, and the agenda has already been distributed some time before, this problem does not arise.

8. Dividend dates.

8.1. Another common use of lending is for dividend swaps. For this strategy to be employed, the share must be lent over a dividend record date. Obviously, the lender loses the vote over that period, which may coincide with the meeting date, or the record date for voting in a record date jurisdiction.

8.2. Lending institutions should be aware of this hidden consequence of such a lending transaction.

8.3. Issuers are also urged to separate dividend record dates sufficiently from voting record dates or whatever other dates are ruling for eligibility to vote (e.g., reconciliation date, the date of the meeting, etc.), so that transactions of this type do not reduce the valid shareholder vote, or confuse the question of who is the proper beneficial owner entitled to vote.

9. Lending policy and risk.

9.1. By lending shares, a portfolio's risk characteristics may be changed significantly. Normally, the standard contracts and practices in use successfully counter that possibility, but exceptions may exist.

9.2. In those markets in which the lender's margins are determined or affected by the reinvestment of the collateral required for the loan, additional assessments of risk are necessary, and additional controls may be warranted to ensure that lending agents do not exceed the risk parameters appropriate for that portfolio.

10. Disclosure of lending activity.

10.1. As a general matter, lending activity is not reported to outside parties or to individual fund beneficiaries, except where provided for by contract or by law.

10.2. However, the net income obtained from lending ought to be separately accounted for in regular reports to beneficiaries, since it is neither appropriate to regard it as a part of investment return, nor should it be allowed to conceal the actual costs of custody, transfer, and other administrative costs, or the costs attendant upon the actual lending program itself.

10.3. Additionally, in any public report on voting decisions made during the preceding year, the instances in which shares were not voted because they were out on loan, and the resultant 'under-vote' of shares, by percentage or by actual number, ought to be disclosed to beneficiaries of the reporting funds.

Appendix III of the ICGN Securities Lending Code: Definitions

Mechanics of lending:

A stock loan is any transaction in which the owner of a share or his authorized agent transfers control and use of the security to a counter-party, the borrower, in exchange for an agreement for a similar share to be delivered to him at a future date, normally with further agreement with the borrower to be made whole for the equivalent of any distributions made to the shareholders in the interim. Although legally different, a stock loan somewhat resembles a sale and repurchase agreement. Unlike a sale and repurchase agreement, however, the borrower usually deposits collateral with the lender normally worth 102% to 105% of the value of the lent securities. Also unlike a sale and repurchase, the rights of the lender with respect to this collateral may be greatly limited.

Collateral for the loan may be either cash or securities, or a combination of the two. It is sometimes the case that the return the lender expects to obtain from the collateral for the duration of the loan is the lender's margin of profit on the transaction. In these cases, the use put to the collateral may alter the risk characteristics of the portfolio from which shares have been lent. The collateral is normally adjusted on at least a daily basis to compensate for fluctuations in the market price of the share.

Recall of a securities loan can normally be initiated by the original lender at any time, on varying terms and within a time frame depending upon the lending contract. 'Recall' is also normally a misnomer, as most of the time equivalent shares to those loaned will have to be purchased in the market to satisfy the recall. At the same time, the borrower's collateral must be returned; thus, the whole lending transaction is unwound upon recall.

Parties to a lending transaction:

The lender of a security is the party, whether the beneficial owner, its agent, or a whole hierarchy of agents appointed to exercise control over beneficial owners' investments, which surrenders control of the share in exchange for specific agreements to be made whole at some (usually indefinite) future date. The primary lender of this same security is the beneficial owner of that security authorizing the lending of it, or the most senior agent of those individuals who are collectively beneficial owners of that security. The lending agent is a party other than the beneficial owner or primary lender which is charged with effecting loans on behalf of the primary lender.

The ownership chain is the totality of the structure (which may be very complex, especially in the case of cross-border investments) of the fiduciaries, trustees, principal managers, sub-managers, custodians, sub-custodians, nominees, proxy agents, and other entities ultimately responsible for the management, administration, custody, voting, and lending of an ultimate beneficiary's securities, and responsible, directly or indirectly, to that ultimate beneficiary. Not all of these agents are necessarily a part of the same hierarchy; e.g., there may be separate chains for custody and for portfolio management, both reporting to a principal manager or fund higher up in the chain.

The principal manager is that party highest in the ownership chain which is authorized to make portfolio management decisions on behalf of the beneficial owner(s). Often the principal manager is authorized to make voting decisions and sometimes to set governance policy as well. The principal manager may or may not be the same as the primary lender.

The borrower of the security is the party entering into the agreement which takes receipt of the borrowed stock. The borrower may be a principal borrowing for its own account, or be acting on behalf of a client; more often it is the latter.

The registered owner or owner of record is the shareowner whose name appears on the books of the company as entitled to vote shares and to receive dividends. When a share has been sold short in the market, or has been tendered in lieu of a fail, the new *bona fide* purchaser becomes the owner of record, in place of the lender. Thus, during the period of a loan, the lender will not be the owner of record, and cannot vote those shares.

Uses of lending:

Short selling is the practice by which a borrower of stock hopes to profit from a decline in the price per share by selling borrowed shares in the market, and repurchasing equivalent shares subsequently for delivery back to the lender at a lower price. Short selling may also be employed as part of a hedging strategy, in which the seller is merely trying to protect itself against the risk of loss from a share price decline. In either case, an essential part of this strategy is the borrowing of shares.

Hypothecation is the practice in which a securities market intermediary deposits liquid securities in a special blocked account in order to meet a regulatory requirement with respect to the ratio of securities held as a percentage of the total obligations of that intermediary. This is another common reason for borrowing shares.

A fail is the industry term for the situation in which a securities intermediary cannot deliver securities to the counter-party purchaser in a valid trade. This is yet another important reason for borrowing shares.

Dividend swaps are employed when an investor cannot take advantage of tax benefits which may accrue to another, or cannot use investment opportunities (such as a scrip dividend alternative) more valuable to another investor, and decides to lend the shares to a borrower for whom the dividend is more valuable. Thus, both share in the benefit.

Bijlage VI: Correspondentie Eumedion met AFM over acting in concert

1. Het aan de AFM overgelegde memo inzake acting in concert

Aanleiding

Aandeelhouders zijn steeds actiever en maken steeds meer gebruik van hun aandeelhoudersrechten. Soms werken aandeelhouders hiertoe samen. Deze samenwerking kan onder omstandigheden aanleiding geven tot een meldplicht op grond van artikel 5:45, lid 5 Wft. Dit artikel bepaalt dat iemand wordt geacht te beschikken over stemmen waarover een derde beschikt, indien hij met deze derde een overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een “duurzaam gemeenschappelijk beleid” inzake het uitbrengen van stemmen, ook wel “acting in concert” genoemd. Institutionele beleggers die hun rol als actieve aandeelhouder serieus nemen, kunnen met elkaar in contact treden. Zij doen dit mede met behulp van Eumedion met het doel om informatie en onderzoeksinspanningen te kunnen delen. Indien dergelijke samenwerking onverhoopt toch als “duurzaam gemeenschappelijk beleid” zou worden aangemerkt, dan zou dat als ongewenst resultaat kunnen hebben dat dialoogvergrotende samenwerking in de kiem wordt gesmoord.

De vraag die in dit memo aan de orde komt, is of de activiteiten van de beleggingscommissie van Eumedion een meldplicht op grond van artikel 5:45 Wft met zich kunnen brengen. Naar onze mening is dat niet het geval. Hieronder wordt aan de hand van een beschrijving van de werkzaamheden van Eumedion en de activiteiten van de beleggingscommissie van Eumedion alsmede de tekst en ratio van artikel 5:45 Wft een toelichting op dit standpunt gegeven.

Eumedion

In de afgelopen jaren is gebleken dat het onderwerp corporate governance niet uitsluitend aan de beursgenoteerde vennootschappen kan worden overgelaten. Institutionele beleggers dienen de vennootschappen waarin zij beleggen zelf aan te sporen de corporate governance te verbeteren. Institutionele beleggers beleggen steeds meer in aandelen en beheren daarbij het geld van derden. Zij hebben derhalve een fiduciaire plicht tegenover hun begunstigden of beleggers en worden door die begunstigden en beleggers steeds vaker aangesproken om de vennootschappen waarin wordt belegd kritisch te volgen op het terrein van corporate governance. Daarom wordt een actieve houding (ook door de wetgever) van hen verwacht.

Een breed opgezette en onderling samenhangende belangenbehartiging op het terrein van corporate governance heeft hierbij nadrukkelijk meerwaarde. In Nederland werken institutionele beleggers binnen Eumedion samen op het gebied van corporate governance. Eumedion tracht de maatschappelijke en politieke verwachtingen van institutionele beleggers waar te maken door het bevorderen van overleg tussen institutionele beleggers onderling, met beursgenoteerde vennootschappen en hun representatieve organisaties. Verder overlegt Eumedion met de Nederlandse overheid, instellingen van de Europese Unie, andere relevante autoriteiten en brancheorganisaties en heeft zij tot doel om wet- en regelgeving te beïnvloeden. Ook verleent zij dienstverlening op het terrein van corporate governance aan haar deelnemers en onderneemt zij alle overige activiteiten die voor haar doel bevorderlijk zijn. Het beleidsvoorbereidend werk van Eumedion wordt gedaan door een vijftal commissies, waaronder de beleggingscommissie.

Beleggingscommissie

De beleggingscommissie is opgericht met als doel het dagelijks bestuur van Eumedion op de hoogte te stellen van de actuele en materiële corporate governance zaken die bij een beursgenoteerde vennootschap spelen en van flagrante afwijkingen van de geaccepteerde corporate governance standaarden door beursgenoteerde vennootschappen. De beleggingscommissie adviseert het dagelijks bestuur over het zetten van stappen richting beursgenoteerde vennootschappen of beleidsmakers. Daarnaast be-

spreekt de beleggingscommissie de praktische en logistieke gang van zaken rond de algemene vergadering van aandeelhouders ('AvA'). Daartoe analyseert de beleggingscommissie in ieder geval:

- a. de door de beursgenoteerde vennootschappen verstrekte informatie op het terrein van corporate governance (jaarverslagen, persberichten, etc.), inclusief de rapportage over de naleving van geaccepteerde corporate governance standaarden en de redengeving van eventuele afwijking hiervan;
- b. de zeggenschapsstructuur en bestuursstructuur van de beursgenoteerde vennootschappen; Ook volgt de beleggingscommissie andere openbare informatie die betrekking heeft op de corporate governance van de beursgenoteerde vennootschappen en rapporten van corporate governance rating instituten.

De beleggingscommissie vergadert in beginsel elk kwartaal. Iedere deelnemer van Eumedion mag een afgevaardigde sturen naar de beleggingscommissie. Op dit moment is echter niet iedere deelnemer vertegenwoordigd.

De handelwijze van de beleggingscommissie rond de (voorbereiding van) AvA is als volgt. Eumedion maakt een overzicht van de (jaarlijkse) AvA's en stuurt dit AvA-schema aan alle deelnemers van Eumedion. In dit schema is een voorstel opgenomen welke deelnemer(s) een bepaalde AvA wenst te bezoeken. De persoon die naar een AvA gaat, maakt een (voorlopige) analyse van de agendapunten en stuurt dit door aan de deelnemers. Deelnemers kunnen op basis van het AvA-schema en analyse besluiten een volmacht af te geven aan de persoon die de AvA bezoekt. Zij hebben geen verplichting hiertoe en kunnen altijd besluiten al dan niet zelf naar de AvA te gaan. Indien gewenst, kan degene die de AvA bezoekt vooraf met andere deelnemers die de AvA bezoeken overleg plegen over de agendapunten van de AvA. Deelnemers zijn niet verplicht te stemmen. Zij kunnen besluiten hun stemrecht niet uit te oefenen dan wel dit via andere kanalen (bijv ISS) te laten verlopen. Op basis van de analyse van de agendapunten van de AvA kan de deelnemer besluiten om degene die naar de AvA gaat een volmacht te verlenen om afhankelijk van de discussie tijdens een AvA al dan niet voor of tegen een agendapunt te stemmen.

Het is van belang te benadrukken dat Eumedion slechts een faciliterende rol heeft. Eumedion coördineert de vergaderingen van beleggingscommissie en voorziet de commissie, zo nodig, van relevante informatie. Eumedion is een overlegplatform. Eumedion geeft dan ook geen stemadviezen, krijgt geen volmachten en stemt ook niet namens haar deelnemers. Ook de analyse van de agendapunten van een AvA geschiedt niet door Eumedion.

Ratio meldplicht en conclusie Eumedion

De vraag die in dit verband van belang is, is of de samenwerking binnen de beleggingscommissie van Eumedion kan worden aangemerkt als een *overeenkomst die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van stemmen*. Volgens de wetsgeschiedenis is van een zodanige overeenkomst sprake indien personen zijn overeengekomen om een duurzaam beleid te gaan uitvoeren ten opzichte van de vennootschap die de aandelen heeft uitgegeven, hetgeen zij door middel van de gezamenlijke uitoefening van hun stemrecht gestalte willen geven en welke overeenkomst niet slechts voor een enkele algemene vergadering van aandeelhouders zal gelden [zie kamerstukken II 2202/03, 28 985, nr. 3, blz. 33]³⁴.

Naar onze mening is geen sprake van een overeenkomst in de zin van artikel 5:45, lid 5 Wft. In de eerste plaats is de *wilsverklaring* van de leden van de beleggingscommissie niet gericht op het duurzaam en

³⁴ Iedere persoon die partij is bij een dergelijke overeenkomst zal zich het totaal aantal stemmen van alle personen die partij zijn bij de overeenkomst moeten toerekenen in het kader van zijn eventuele meldingsplicht. Daarbij zal een persoon zich de stemmen waarover hij zelf beschikt rechtstreeks moeten toerekenen, maar zich de overige stemmen die deel uit maken van de overeenkomst middellijk moeten toerekenen.

gemeenschappelijk voeren van beleid inzake het uitbrengen van stemmen. In de tweede plaats geeft ook de *feitelijke gang van zaken* binnen de beleggingscommissie geen aanleiding tot het veronderstellen van een dergelijke overeenkomst. Artikel 5:45, lid 5 Wft heeft tot doel transparantie over zeggenschapsverhoudingen in beursgenoteerde ondernemingen te geven. Het artikel beoogt te voorkomen dat aandeelhouders door middel van geheime afspraken de werkelijke omvang van hun stemmenmacht verhullen en daarmee de wet ontduiken. Dit doel moet steeds in gedachten worden gehouden bij de vraag of sprake is van acting in concert. Daarbij speelt de vraag wat de mate van binding is tussen aandeelhouders en waartoe deze strekt. Waar meerdere aandeelhouders in samenwerking (herhaaldelijk) stemrechten willen uitbrengen op een AvA van een beursgenoteerde onderneming, zullen zij hiervan melding moeten doen aan de AFM. Waar het samenwerkende aandeelhouders echter vrij staat te beschikken over de hen toekomende stemrechten is geen sprake van een overeenkomst die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van stemmen.

Het staat de Eumedion deelnemers altijd geheel vrij het stemrecht naar eigen inzicht uit te oefenen. De bundeling van krachten binnen de beleggingscommissie van Eumedion heeft slechts tot doel om informatie uit te wisselen ter bepaling van het standpunt met betrekking tot corporate governance gerelateerde onderwerpen. Deze bundeling van krachten heeft niet tot doel om een coalitie te vormen die op gelijke wijze haar stemrecht tijdens een AvA uitoefent. De individuele deelnemers maken zelfstandig een keuze en maken geen afspraken over hoe zij zullen stemmen. Deelnemers *kunnen* op basis van het AvA-schema en analyse besluiten een volmacht af te geven aan de persoon die de AvA bezoekt. Zij hebben geen verplichting hiertoe en kunnen altijd besluiten al dan niet zelf naar de AvA te gaan en te stemmen. Verschil van mening tussen de deelnemers kunnen en mogen bestaan. Deelnemers kunnen zelf de inhoud van de volmacht bepalen en degene die naar de AvA gaat, voert de instructie uit van de deelnemer. Het kan zijn dat de deelnemer de analyse deelt en degene die de AvA bezoekt de instructie geeft om volgens de analyse te stemmen, **tenzij de AvA-bezoeker zich op de AvA laat overtuigen van bepaalde standpunten van het bestuur van de vennootschap**. Uiteraard kan het voorkomen dat deelnemers van Eumedion gelijk optrekken omdat zij hetzelfde standpunt hebben. Dit betekent echter niet dat sprake is van acting in concert.

De beleggingscommissie heeft afgesproken dat wordt bevorderd dat in beginsel dezelfde persoon een AvA van een bepaalde vennootschap bezoekt [de continuïteitsdoelstelling]. De reden daarvoor is dat hierdoor meer kennis wordt opgedaan van het bedrijf van de vennootschap en aandeelhouders goed geïnformeerd zijn. Het kan derhalve gebeuren dat over een reeks van jaren bepaalde aandeelhouders steeds weer dezelfde persoon machtigen namen hen te stemmen. Deze "uiterlijke kenmerken" mogen naar onze mening geen aanleiding geven tot het veronderstellen van acting in concert. Immers, deze afspraak heeft uitsluitend tot doel dat aandeelhouders goed geïnformeerd kunnen stemmen en heeft niet tot doel om afspraken te maken over het stemgedrag.

Tot slot wordt voor de goede orde opgemerkt dat gelet op het bovenstaande artikel 5:45, lid 9 Wft eveneens niet van toepassing is, omdat het de bezoeker van de AvA (de gevolmachtigde) niet vrij staat naar eigen goeddunken te stemmen.

2. De door de AFM op 29 januari 2008 geaccordeerde beknopte weergave van het overleg met de AFM
 - De AFM deelt het standpunt van Eumedion dat geen sprake is van **acting in concert** zolang deelnemers uiteindelijk zelf bepalen of en hoe zij stemmen op een aandeelhoudersvergadering. Indien er telkens een standpuntbepaling plaatsvindt door de individuele deelnemer, is sprake van een steminstructie aan degene die de AvA bezoekt en behoeft daarvoor geen melding te worden gedaan. Dit is ook het geval, indien de AvA-bezoeker naar aanleiding van de discussie op de AvA anders stemt dan aanvankelijk de bedoeling was. Degene die de volmacht heeft verleend moet in dat geval wel vooraf hebben meegegeven dat en waarom afwijkend mag worden gestemd. Feitelijk is dan sprake van een steminstructie waarin een zekere vrijheidsgraad is besloten.

- De AFM ziet voor de reguliere aandeelhoudersvergaderingen waar geen spannende zaken zijn geagendeerd weinig problemen. Dit zou echter anders kunnen zijn, indien sprake is van een bijzondere situatie (bijvoorbeeld een voorgestelde strategiewijziging). Indien in dit verband deelnemers vooraf overleg voeren, een standpunt innemen, en dit standpunt uitdragen gedurende meer dan één AvA, kan dit als **acting in concert** worden gekwalificeerd. Wanneer de AFM een patroon ziet (zelfde brief, ander briefhoofd, gebruik van zelfde advocaat, gezamenlijk bij een onderneming langsgaan), kijkt zij met terugwerkende kracht naar het optreden op de eerste aandeelhoudersvergadering.
- Concluderend kan worden gesteld dat samenwerking binnen de beleggingscommissie van Eumedion in geval van een reguliere AvA waarbij geen spannende/belangrijke zaken zijn geagendeerd, niet snel als **acting in concert** kan worden aangemerkt. Is echter sprake van een bijzondere situatie waarbij gedurende meer dan één AvA een gezamenlijk standpunt wordt ingenomen, dan adviseert de AFM om veiligheidshalve een melding bij de AFM te doen.

