

NIEUWSBRIEF

Maandelijkse uitgave, editie juli 2008

Nieuws van de Stichting

- **Eumedion-onderzoek: verslaggeving over dividendbeleid en inkoop eigen aandelen schiet tekort**

Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen verschaffen in het algemeen maar zeer beperkte informatie over het dividendbeleid. Hierdoor is het voor aandeelhouders moeilijk om inzicht te krijgen in het dividendbeleid. Het beeld bij de inkoop van eigen aandelen is min of meer hetzelfde. Minder dan een kwart van de beursgenoteerde ondernemingen geeft een expliciete motivering voor de aanvraag tot machtiging om eigen aandelen in te kopen. Dit blijkt uit het onderzoek 'Dividendbeleid en inkoop eigen aandelen; De theorie en praktijk in Nederland' dat de Rijksuniversiteit Groningen in opdracht van Eumedion heeft uitgevoerd. Het onderzoek is op 23 juli jl. gepubliceerd. Uit het onderzoek blijkt verder dat Nederlandse industriële ondernemingen jaarlijks hogere contante dividenden uitkeren aan hun aandeelhouders dan hun concurrenten uit het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk. Vooral in 2006 en 2007 is het gemiddelde contante dividendbedrag aanzienlijk gestegen. Ook bij de gemiddelde bedragen gebruikt voor de inkoop van eigen aandelen loopt Nederland voorop. Het onderzoek is te downloaden via: http://www.eumedion.nl/page/downloads/RuG-onderzoek_def_1_.pdf

- **Eumedion publiceert aanbevelingen over inkoop eigen aandelen en dividendbeleid**

Mede naar aanleiding van het hiervoor genoemde onderzoek pleit Eumedion bij de beursgenoteerde ondernemingen voor meer inzicht in het dividendbeleid en in de beweegredenen voor het inkopen van eigen

aandelen. Bovendien vindt Eumedion dat moet worden voorkomen dat de inkoop van eigen aandelen kan worden ingezet als beschermingsconstructie. Eumedion beveelt daarom aan om het aantal eigen aandelen dat een beursgenoteerde onderneming kan houden te begrenzen op (onder normale omstandigheden) 10 procent van het geplaatste kapitaal. Verder wil Eumedion waarborgen dat de aandeelhouders bij het inkopen van eigen aandelen gelijk worden behandeld. Eumedion heeft op 23 juli jl. in totaal negen aanbevelingen voor het (vrijwel jaarlijks terugkerend) agendapunt 'machtiging tot inkoop van eigen aandelen' en twee aanbevelingen voor de verslaggeving over het dividendbeleid gepubliceerd. De bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers kunnen deze aanbevelingen vanaf de jaarlijkse aandeelhoudersvergaderingen 2009 als handvat hanteren voor deze agendapunten op de aandeelhoudersvergadering. De aanbevelingen zijn te downloaden via: http://www.eumedion.nl/page/downloads/Aanbevelingen_inkoop_eigen_aandelen_def_1_.pdf

- **Eumedion maakt bezwaar tegen verplichte 'strategiemelding' door grootaandeelhouders**

Eumedion heeft grote bezwaren tegen het kabinetvoorstel om aandeelhouders met ten minste een drie procentbelang te verplichten om te melden of zij bezwaar hebben tegen de strategie van de onderneming waarin zij dit belang hebben. Eumedion heeft de bezwaren op 15 juli jl. bij de Raad van State kenbaar gemaakt. Het wetsvoorstel met de hiervoor genoemde verplichting is namelijk kort geleden door het kabinet voor advies naar de Raad van State gestuurd. Eumedion brengt in de brief een aantal bezwaren naar voren. Ten eerste wijst Eumedion erop dat aandeelhouders

niet de strategie van de onderneming bepalen. Het vragen van formele instemming door aandeelhouders met de strategie van de onderneming past daarom niet bij het uitgangspunt van het Nederlandse corporate governance stelsel waarin het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen, de strategie bepaalt. Ten tweede zullen aandeelhouders zeer terughoudend zijn om 'ongeclausuleerd' te verklaren dat zij het eens zijn met de strategie van de onderneming. Een 'nee-verklaring' kan de kapitaalmarkt op het verkeerde been zetten. Ten derde kan de onderneming zelf contact opnemen met de betreffende aandeelhouders om te vernemen hoe zij tegen de strategie aankijken. Het kabinet wil immers ook de eerste meldingsdrempel voor substantiële aandelenbelangen verlagen van 5 naar 3 procent. Ten vierde is een wettelijke 'strategiemelding' voor alle soorten aandeelhouders niet proportioneel om de transparantie op de kapitaalmarkt te vergroten. Heel veel aandeelhouders zullen immers geen 'activistische' bedoelingen hebben. Tot slot is de voorgestelde 'strategiemelding' uniek in de wereld en gaat het voorstel verder dan de verplichtingen van de Transparantierichtlijn. Het uitgangspunt van het kabinetsbeleid is juist om in de nationale wetgeving geen verdergaande bepalingen op te nemen dan die uit richtlijnen voortvloeien. Naar verwachting zal de Raad van State in het najaar advies uitbrengen. De brief is te downloaden via de website van Eumedion (intranet): www.eumedion.nl.

- **Voorzitter Ondernemingskamer spreker op Eumedion-symposium**

Huib Willems, voorzitter van de Ondernemingskamer, zal één van de hoofdsprekers zijn op het jaarlijkse Eumedion-symposium. Het symposium zal dit jaar in het teken staan van de voorstellen van de Commissie Frijns om de Code Tabaksblad aan te passen. Het symposium wordt op 1 oktober a.s. in Rotterdam gehouden en begint om 13.00 uur. Andere sprekers op het symposium zijn Kees van Lede (o.a. president-commissaris van Heineken) en George Möller (bestuursvoorzitter Robeco). Na de hoofdsprekers zullen Arnoud Boot (hoogleraar Ondernemingsfinanciering

Universiteit van Amsterdam), Frederik van Beuningen (directeur Teslin Capital Management) en Paul Kalma (PvdA Tweede Kamerlid) onder leiding van dagvoorzitter Marco Nieuwe Weme (hoogleraar Ondernemingsrecht Radboud Universiteit Nijmegen) de voorstellen van de Commissie Frijns becommentariëren en wellicht met aanvullende voorstellen komen. De toegang is gratis. Aanmelden is mogelijk via henrike.enthoven@eumedion.nl.

Uit het bestuur

Tijdens de vergadering van het Dagelijks bestuur op 9 juli jl. werden de aanbevelingen over inkoop van eigen aandelen en dividendbeleid vastgesteld. Tevens werd teruggeblikt op het Eumedion/NIVRA-seminar over risicomanagement en het ICGN-congres in Seoul.

Activiteiten Commissies

- De **Juridische Commissie** vergaderde op 2 juli jl. over o.a. de Conceptcode 'Frijns', het voorstel van minister Bos (Financiën) om grootaandeelhouders te verplichten te melden of zij het eens zijn met de strategie van de ondernemingen waarin zij beleggen en over de kabinetsreactie op het SER-advies 'Evenwichtig Ondernemingsbestuur'.
- De **Beleggingscommissie** vergaderde op 8 juli jl. over de 'interne evaluatie' van het AVA-seizoen 2008 en voorstellen over de toekomstige rol van Eumedion bij het coördineren van bezoeken van aandeelhoudersvergaderingen.
- De **PR Commissie** besprak tijdens haar vergadering van 10 juli jl. o.a. het conceptpersbericht over het onderzoek naar het dividendbeleid van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen en de voortgang van het Eumedion-symposium 2008.

Komende activiteiten

- **13 augustus 2008, Vergadering Dagelijks bestuur Eumedion.** Op de agenda staan o.a. de evaluatie van de Eumedion-participatie in de Raad voor de Jaarverslaggeving, de 'interne evaluatie' van het AVA-seizoen 2008 en het commentaar op het wetsvoorstel implementatie gewijzigde EU-jaarrekeningrichtlijnen.

- **Blokking van aandelen door beursgenoteerde ondernemingen binnenkort verleden tijd**

Nederlandse beursgenoteerde mogen binnenkort hun aandeelhouders niet meer de eis opleggen dat zij hun aandelen enige dagen voor de aandeelhoudersvergadering in bewaring geven bij een depot (blokkering van aandelen) voordat het stemrecht op de aandeelhoudersvergadering kan worden uitgeoefend. Alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen worden verplicht om een zogenoemde registratiedatum te bepalen en te hanteren. Diegenen die 21 dagen voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering aandeelhouder zijn, behouden hun stemrecht, ongeacht of zij op de datum van de aandeelhoudersvergadering nog aandeelhouder zijn. Dit staat in het wetsvoorstel ter implementatie van de Europese richtlijn aandeelhoudersrechten dat op 11 juli jl. door de ministerraad is goedgekeurd en voor advies naar de Raad van State is gestuurd. In het wetsvoorstel is verder bepaald dat beursgenoteerde ondernemingen de documenten voor de aandeelhoudersvergadering minimaal acht dagen voor de registratiedatum dienen te publiceren. In deze periode kunnen institutionele beleggers, mede afhankelijk van de aard van de onderwerpen op de agenda, besluiten hun eventueel uitgeleende aandelen terug te halen. Het wetsvoorstel dient, op grond van de Europese richtlijn aandeelhoudersrechten, uiterlijk 3 augustus 2009 in werking te treden.

- **Wetsvoorstel facilitering invoering 'one tier bestuursmodel' naar Raad van State gestuurd**

Nederlandse naamloze en besloten vennootschappen kunnen binnenkort kiezen voor een model van een apart bestuur en een aparte raad van commissarissen (dualistisch model) of voor het zogeheten one-tier of monistisch model. In dat bestuursmodel kunnen de taken binnen één bestuursorgaan worden verdeeld over zogenoemde uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Een wetsvoorstel met deze strekking is op 11 juli jl. door de ministerraad goedgekeurd en voor advies

naar de Raad van State gestuurd. In het wetsvoorstel zijn ook regels opgenomen voor de aansprakelijkheid van bestuurders bij onbehoorlijk bestuur en voor de gevolgen van een tegenstrijdig belang binnen het bestuur en de raad van commissarissen voor de besluitvorming van de onderneming. Volgens het kabinet draagt het wetsvoorstel bij aan een versterking van de concurrentiepositie van het Nederlandse ondernemingsrecht. In een eerder concept van het wetsvoorstel, waarover begin dit jaar een consultatie is gehouden, zouden de zogenoemde structuurvennootschappen niet kunnen opteren voor het one-tier bestuursmodel. N.a.v. kritiek hierop van verschillende belangenorganisaties (waaronder Eumedion) heeft het kabinet deze inperking laten vallen. Het kabinet verwacht dat door het wetsvoorstel meer ondernemingen zullen kiezen voor het one-tier bestuursmodel. Het wetsvoorstel zal naar verwachting in het najaar naar de Tweede Kamer worden gestuurd.

- **Wetsvoorstel implementatie Europese Fusierichtlijn in werking getreden**

Het wetsvoorstel ter implementatie van de Europese Fusierichtlijn is op 15 juli jl. in werking getreden. De Fusierichtlijn maakt het voor ondernemingen die in verschillende EU-lidstaten zijn geïncorporeerd gemakkelijker om een fusie aan te gaan. De nieuwe wet biedt verder extra bescherming voor minderheidsaandeelhouders die als gevolg van een fusie aandeelhouder worden van een buitenlandse, Europese, onderneming. Zij kunnen een verzoek tot schadeloosstelling indienen, mits zij in de aandeelhoudersvergadering tegen de fusie hebben gestemd. De aandelen waarop dat verzoek betrekking heeft, vervallen dan van rechtswege zodra de fusie van kracht wordt.

- **PvdA twijfelt over nut verhoging drempel agenderingsrecht aandeelhouders**

De PvdA-fractie in de Tweede Kamer twijfelt over het nut van het kabinetsvoornemen om de drempel voor het agenderingsrecht voor aandeelhouders te verhogen van 1 naar 3 procent van het geplaatste kapitaal. De PvdA vraagt zich af of een verhoging nodig is "nu er nauwelijks gebruik van lijkt te worden gemaakt". In dat verband wordt

zijdelings verwezen naar de Eumedion-evaluatie van de aandeelhoudersvergaderingen 2008. Daaruit bleek dat in het AVA-seizoen 2008 aandeelhouders slechts bij twee ondernemingen gebruik maakten van het agenderingsrecht. Bovendien werden de aandeelhoudersvoorstellen uiteindelijk niet in stemming gebracht. De PvdA-fractie vraagt het kabinet of het juist niet meer voor de hand ligt om het gebruik van het agenderingsrecht aan te moedigen, “zodat er een scherpere controle op de raad van bestuur mogelijk wordt”. Dit staat in een verslag van een schriftelijk overleg van 17 juli jl. van de vaste Kamercommissie voor Sociale Zaken en Werkgelegenheid over de kabinetsreactie op het SER-advies ‘Evenwichtig Ondernemingsbestuur’ (zie Nieuwsbrief van juni 2008). De twijfel van de PvdA-fractie is opmerkelijk, aangezien zij zich tot nu toe voorstander toonde van het bemoeilijken van het recht voor aandeelhouders om onderwerpen voor de agenda van de aandeelhoudersvergadering aan te dragen. De PvdA-fractie vraagt het kabinet verder om een oordeel over de deelname van de Vereniging van Effectenbezitters en Eumedion aan de SER-commissie ‘Evenwichtig Ondernemingsbestuur’. Zij vraagt zich af door wie zij zijn aangezocht en of het in de toekomst denkbaar is dat de aandeelhouders opnieuw worden gevraagd om deel te nemen aan SER-adviescommissies en zo ja, bij welke onderwerpen. Het kabinet zal voor 24 september a.s. antwoorden, aangezien op die datum de Tweede Kamer een algemeen overleg over de kabinetsreactie op het SER-advies houdt.

- **Financiën en AFM “kijken” naar FSA-regeling over short posities**

Het ministerie van Financiën “kijkt” samen met de Autoriteit Financiële Markten (AFM) naar de reikwijdte van de nieuwe regels van de Britse financiële toezichthouder Financial Services Authority (FSA) over ‘short posities’. Over de uitkomsten zal de minister de Tweede Kamer na het zomerreces nader berichten. Dit schrijft minister Bos (Financiën) in antwoorden van 11 juli jl. op vragen van de CDA-Kamerleden Omtzigt, De Nerée tot Babberich en Blanksma-van den Heuvel. De FSA verraste op 20 juni jl.

de Britse kapitaalmarkt door partijen die significant ‘short’ gaan in de aandelen van ondernemingen die op het punt staan nieuwe aandelen uit te geven te verplichten hun posities openbaar maken (zie Nieuwsbrief van juni 2008). Minister Bos schrijft in de antwoorden dat hij de voor- en nadelen van een transparantieplichting over short posities in Nederland zorgvuldig wil afwegen, “gezien het belang van short posities voor de werking van de financiële markten”. Hij zal vooral bekijken of de voordelen van meer transparantie over short posities in termen van een verminderd risico op marktmisbruik opwegen tegen de toename van administratieve lasten. De CDA-fractie heeft de minister van Financiën op 22 juli jl. gevraagd om in het onderzoek ook de Amerikaanse maatregelen tegen ‘ongedekt short gaan’ te betrekken (zie ook onder kopje ‘Overige interessante zaken’).

- **Onderzoek: aandeelhouders maken weinig gebruik van rechtsmiddelen tegen buitensporige topinkomens**

Aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen hebben, in tegenstelling tot werknemers, in theorie meerdere middelen tot hun beschikking om in rechte op te komen tegen buitensporige of op oneigenlijke tot stand gekomen bestuurdersbeloning. Genoemd kunnen worden het instellen van een enquêteprocedure, een verzoek tot vernietiging van besluiten en het vragen van een rechterlijke beschikking om openbaarmakingverplichtingen omtrent bestuurdersbeloning af te dwingen. In de praktijk lijken deze rechtsmiddelen echter weinig concreet effect te sorteren. Dat concludeert het advocatenkantoor NautaDutilh in een “Rapport over bestuurdersbeloning in Nederland, Duitsland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten”. Dit onderzoek is in opdracht van het ministerie van Financiën n.a.v. een motie van het VVD-kamerlid Weekers opgesteld en op 14 juli jl. vrijgegeven. De onderzoekers van het advocatenkantoor maken wel de opmerking dat “mede onder invloed van institutionele beleggers het onderwerp van bestuurdersbeloning in toenemende mate in de algemene vergadering van aandeelhouders aan de orde [wordt] gesteld, hetgeen recentelijk bij een aantal

beursvennootschappen ertoe heeft geleid dat het beloningsvoorstel is weggestemd, dan wel na kritiek van de algemene vergadering van aandeelhouders is ingetrokken". Voorts concluderen de onderzoekers dat zowel de Ondernemingskamer als de Hoge Raad niet snel geneigd lijken te zijn beloningsbesluiten aan te tasten zolang zulke besluiten procedureel juist tot stand zijn gekomen. Minister Bos (Financiën) beschouwt de conclusies van het onderzoek als een steun in de rug voor de in gang gezette kabinetsmaatregelen tegen topinkomens, zoals enkele fiscale maatregelen en het aanscherpen van de wettelijke regels rond tegenstrijdige persoonlijke belangen.

- **Commissie Kist wil meer samenwerking tussen aandeelhouders energiebedrijven**

De Commissie Publiek Aandeelhouderschap energiebedrijven (naar haar voorzitter de Commissie Kist genoemd) dringt er bij de aandeelhouders van energiebedrijven (provincies en gemeenten) op aan hun aandeelhoudersbevoegdheden op een consistente en professionele wijze te gebruiken. Met het oog daarop dient de onderlinge samenwerking te worden verstevigd. De Commissie verwijst in dat kader naar Eumedion die dat voor institutionele beleggers heeft gedaan. Dit blijkt uit het eindrapport 'Publiek aandeelhouderschap energiebedrijven' dat de minister van Economische Zaken op 18 juli jl. naar de Eerste en Tweede Kamer heeft gestuurd. De Commissie had van de minister de taak meegekregen om publieke aandeelhouders van energiebedrijven bij te staan bij het maken van keuzen en het nemen van beslissingen over hun aandeelhouderschap in zowel het netwerkbedrijf als in het productie- en leveringsbedrijf. De Tweede Kamer zal het rapport in september bespreken.

Nieuws uit Brussel

- **Europees Parlement steunt Europese Commissie in aanpak staatsfondsen**

Het Europees Parlement steunt de aanpak van de Europese Commissie t.a.v. sovereign wealth funds (staatsfondsen). Het Europees Parlement nam tijdens zijn plenaire zitting van 9 juli jl. in Straatsburg met 661 stemmen voor, 11 tegen en 23

onthoudingen een resolutie aan waarin het uitspreekt "ingenomen" te zijn met de mededeling van de Europese Commissie van februari 2008 om in samenwerking met het IMF en de OESO een wereldwijde gedragscode t.a.v. transparantie en governance voor staatsfondsen op te stellen (zie ook de Nieuwsbrief van februari 2008). Net als de Europese Commissie is ook het Europees Parlement bezorgd over het mogelijke gebrek aan transparantie van sommige staatsfondsen, waardoor het onmogelijk is om een behoorlijk inzicht te krijgen in hun structuren en bedoelingen. Het Europees Parlement verzoekt de organen van de Europese Unie om bij de onderhandelingen over de hiervoor genoemde gedragscode "waar passend" het zogenoemde wederkerigheidsbeginsel ('reciprociteit') te hanteren.

- **Europese Commissie komt met voorstel tot aanpassing richtlijn Europese OR**

Ondernemingen die voornemens zijn hun activiteiten te herstructureren of een fusie willen aangaan, zullen de Europese Ondernemingsraad (OR) eerder informatie moeten verschaffen en eerder moeten consulteren. De Europese Commissie zal op korte termijn met een voorstel komen om de richtlijn met betrekking tot de Europese OR in deze zin aan te passen. Dit staat in de "Vernieuwde sociale agenda: kansen, toegang en solidariteit in het Europa van de 21^e eeuw" die de Europese Commissie op 2 juli jl. naar het Europees Parlement en de Europese Raad heeft gestuurd. De Europese Commissie is van mening dat de Europese OR dient te worden geconsulteerd bij elke "significante" beslissing van de onderneming die op Europees niveau wordt genomen en die de werkgelegenheid en de arbeidsomstandigheden zou kunnen beïnvloeden. Op grond van de huidige richtlijn hebben werknemers van een onderneming het recht een Europese OR in te stellen wanneer de onderneming ten minste 1000 werknemers in de EU heeft en ten minste 150 werknemers in twee verschillende EU-lidstaten. De Europese sociale partners zijn verdeeld over het voornemen van de Europese Commissie. Het Nederlandse kabinet heeft reeds in zijn reactie op het SER-advies 'Evenwichtig Ondernemingsbestuur' (zie Nieuwsbrief van

juni 2008) gemeld het voorstel van de Europese Commissie te steunen. Het Commissievoorstel moet door zowel de Europese Raad als het Europees Parlement worden goedgekeurd.

- **Europese toezichthouders publiceren conceptrichtlijnen voor beoordeling overnames in financiële sector**

De Europese financiële toezichthouders willen de vijf beoordelingscriteria voor de goedkeuring van fusies en overnames in de Europese financiële sector consistent en uniform uitleggen. Dit blijkt uit een consultatiedocument van 11 juli jl. van de Europese toezichthouders, verenigd in CESR (effectentoezichthouders), CEBS (bankentoezichthouders) en CEIOPS (toezichthouders op verzekeraars), over de uitleg van de toetsingscriteria uit een in september 2007 vastgestelde Europese richtlijn. De richtlijn geeft criteria waarop toezichthouders mogelijke fusies en overnames in de financiële sector mogen beoordelen. Deze criteria zien op de reputatie van de bidder, de reputatie en ervaring van de personen die de nieuwe combinatie gaan leiden, de financiële soliditeit van de bidder, de naleving van de relevante EU-richtlijnen en het risico op witwassen van geld en financiering van terrorisme. Een consistente en uniforme uitleg van deze criteria door de Europese financiële toezichthouders kan een verdere bijdrage leveren aan een duidelijker en transparanter besluitvormings- en kennisgevingsprocedure rond fusies en overnames van financiële instellingen. Belanghebbenden hebben tot 3 oktober a.s. de tijd om te reageren op het consultatiedocument.

Ondernemingsnieuws

- **Fortis ontslaat bestuursvoorzitter**

Het bestuur van Fortis heeft op 11 juli jl. zijn CEO Jean-Paul Votron ontslagen teneinde het vertrouwen van beleggers in het Fortis-aandeel te herwinnen. Herman Verwilt is tijdelijk als nieuwe CEO benoemd. Het vertrouwen van beleggers was op 26 juni jl. geschonden toen Fortis onverwacht aankondigde nieuwe aandelen te moeten uitgeven om de solvabiliteit op peil te houden. Daarnaast werd beleggers medegedeeld dat in 2008 geen interim-dividend wordt uitgekeerd. In de weken

voorafgaand aan deze berichten was juist meermalen gemeld dat een kapitaalinjectie niet nodig was. De AFM heeft op 15 juli jl. bekend gemaakt onderzoek te doen naar de handelswijze van Fortis. Onderzocht wordt o.a. of Fortis niet eerder met een persbericht naar buiten had moeten komen. De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) heeft het Fortis-bestuur gevraagd een buitengewone algemene vergadering (BAVA) uit te schrijven. De VEB wil dat het bestuur tijdens deze BAVA een toelichting geeft op de huidige financiële situatie en op het solvabiliteitsplan van 26 juni jl. Het Fortis-bestuur vergadert op 1 augustus a.s. over dit verzoek. De nieuwe Fortis-CEO heeft "op persoonlijke titel" in verschillende kranteninterviews gezegd daar weinig voor te voelen: "BAVA's zijn bedoeld om besluiten te nemen. Als het enkel gaat om het beantwoorden van vragen, zijn er misschien andere instrumenten", aldus Verwilt in het Financieele Dagblad van 23 juli jl.

- **Continental verrast door openbaar bod van Schaeffler**

Het Duitse bandenconcern Continental AG heeft op 15 juli jl. een openbaar bod van 11,3 miljard euro ontvangen van het veel kleinere Duitse, niet-beursgenoteerde, familiebedrijf en concurrent Schaeffler Group. Schaeffler is niet per se uit op de overname van het gehele concern, maar wil wel een controlerend strategisch minderheidsbelang van meer dan 30 procent. Continental heeft het bod als veel te laag van de hand gewezen. Bovendien beschuldigt Continental Schaeffler ervan op onrechtmatige wijze een (economisch) aandelenbelang van 36 procent in Continental te hebben opgebouwd. In Duitsland ligt de eerste meldingsgrens van substantiële aandelenbelangen op 3 procent. Alleen directe aandelenbelangen hoeven te worden gemeld. Schaeffler hoefde haar aandelenbelang niet te melden, aangezien het pakket vooral uit derivatenconstructies bestaat. Op 15 juli jl. maakte Schaeffler bekend in de afgelopen maanden een direct aandelenbelang van 2,97 procent in Continental te hebben, een optie op nog eens 4,95 procent van de Continental-aandelen en een aanvullende economische *exposure* van 28 procent via een equity swap met behulp van een

negental grote banken. Een equity swap is een bepaalde ruilovereenkomst of een overeenkomst tot koersverrekening tussen partijen. De equity swap is conceptueel vergelijkbaar met een zogenoemde contract for difference (CFD). Continental voelt zich door de heimelijke opbouw van het grote economische belang van Schaeffler 'overvallen' en heeft de Duitse beurstoezichthouder BaFin gevraagd om onderzoek te verrichten naar de handelswijze van Continental en van de begeleidende banken gevraagd. BaFin heeft dit verzoek ingewilligd. Schaeffler houdt vol zich aan de Duitse wetgeving te hebben gehouden. De tactiek van Schaeffler lijkt op die van Porsche in haar poging om op een goedkope manier controle over Volkswagen te verwerven (zie Nieuwsbrief van maart 2007). Ook Porsche bediende zich van een derivatenconstructie (zgn. cash-settled aandelenopties) om haar economisch belang te vergroten, waarna deze onderneming tegen een relatief lage biedprijs verplicht werd gesteld om een openbaar bod uit te brengen. De overnametactiek van Schaeffler heeft in Duitsland inmiddels geleid tot een discussie over de aanpassing van de meldingsregels. De regeringspartijen CDU en SPD denken erover om ook derivatenconstructies onder de meldingsplicht te laten vallen.

Overige interessante zaken

- **AFM legt AllianceBernstein boete op voor te late meldingen substantiële aandelenbelangen**

De AFM heeft op 2 juli jl. een bestuurlijke boete van 120.000 euro opgelegd aan de Amerikaanse vermogensbeheerder AllianceBernstein (onderdeel van AXA Investment Management). De AFM heeft vastgesteld dat AllianceBernstein vijf maal te laat melding heeft gedaan over veranderingen in de omvang van haar aandelenkapitaal in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen waardoor een bepaalde wettelijke drempelwaarde werd overschreden. Op grond van de Wet financieel toezicht zijn houders van aandelenbelangen van minimaal 5 procent verplicht om dit onverwijld te melden bij de AFM. "Doordat AllianceBernstein herhaaldelijk niet tijdig heeft gemeld dat haar belang in een onderneming was toe- of afgenomen, is beleggers de mogelijkheid

ontnomen om (juist) geïnformeerd en onderbouwd een beoordeling te maken van de financiële instrumenten met betrekking tot de bedoelde ondernemingen", aldus de AFM. Het betroffen de ondernemingen Heijmans, Ahold, OPG Groep en Corporate Express. De Amerikaanse vermogensbeheerder was bij deze ondernemingen 13 dagen tot ruim zeven maanden te laten met het doen van een zeggenschapsmelding. Het is tot nu toe één van de weinige keren dat bekend wordt dat de AFM een grootaandeelhouder een boete oplegt voor te late meldingen van zijn substantiële aandelenbelangen.

- **SEC verbiedt 'naked short selling' in effecten van 19 financiële instellingen**

Vanaf 21 juli jl. is het verboden om 'naked short' te gaan in effecten van 19 financiële instellingen die een notering in de Verenigde Staten hebben. Hieronder vallen niet alleen de geplaagde Amerikaanse hypotheekbanken Freddie Mac en Fannie Mae, maar ook de Europese financiële instellingen Barclays, Credit Suisse, Deutsche Bank, Allianz en UBS. De Amerikaanse beurstoezichthouder SEC heeft op 15 juli jl. tot deze noodmaatregel besloten om mogelijke marktmanipulatie in effecten van Fannie Mae, Freddie Mac en andere banken te voorkomen. De stabiliteit van deze financiële instellingen zou anders mogelijk op het spel komen te staan. 'Naked of ongedekte short selling' is een agressieve vorm van 'short gaan', namelijk het niet alleen verkopen van effecten zonder ze te bezitten, maar ook zonder de effecten tegelijkertijd te 'belenen', met als risico dat in het geheel niet aan de leveringsverplichting kan worden voldaan. Onder de SEC-noodmaatregel is een short seller wel verplicht om een overeenkomst te sluiten over het lenen van de effecten. Met de maatregel hoopt de SEC dat er minder effecten beschikbaar zijn voor short selling. Vlak voor de SEC de maatregel aankondigde, bereikte het bedrag van de uitstaande shortposities in de aandelen die zijn genoteerd aan NYSE Euronext een nieuw record.

- **Britse toezichthouder eist meer inzicht in "contracts for difference"**

Spelers op de Britse kapitaalmarkt krijgen meer inzicht in welke partijen substantiële

economische belangen in Britse beursgenoteerde ondernemingen houden door middel van derivaten zoals “contracts for difference” (CFD’s). Dat heeft de de FSA, de Britse financiële toezichthouder, op 2 juli jl. bekend gemaakt. Alle belangen van 3 procent of meer in een Britse beursgenoteerde onderneming dienen vanaf naar verwachting september 2009 openbaar te worden gemaakt. Het doet er dan niet meer toe of een dergelijk belang door middel van aandelen of door middel van CFD’s worden gehouden. Directe en indirecte belangen (door middel van CFD’s) dienen dan te worden opgeteld voor het bereiken van de meldingsgrens. Een CFD is een contract tussen twee partijen, de koper en de verkoper, waarbij de verkoper aan de koper het verschil betaalt tussen de actuele waarde van het aandeel en de toekomstige waarde daarvan. Volgens de FSA wordt ongeveer 30 procent van de huidige aandelenhandel door CFD-transacties gedreven. Volgens de FSA heeft de CFD-houder weliswaar geen stemrecht, maar kan hij in de praktijk toch veel invloed uitoefenen op het stemgedrag van de wederpartij. De FSA heeft aangekondigd de ‘schrijvers’ van CFD’s uit te zonderen van de nieuwe verplichting, aangezien zij uitsluitend als intermediair optreden.

- **Duits Parlement stemt in met wetsvoorstel over acting in concert regels**

De Bundesrat, de Duitse Eerste Kamer, heeft op 4 juli jl. ingestemd met de nieuwe Duitse wetgeving over o.a. de samenwerking tussen aandeelhouders (‘acting in concert’). Volgens de nieuwe definitie is in Duitsland sprake van acting in concert wanneer beleggers een overeenkomst hebben gesloten over een gemeenschappelijk stembeleid dan wel op andere manieren samenwerken met het doel om de strategie “permanent en significant” te beïnvloeden. Het maakt niet langer meer uit of deze samenwerking binnen dan wel buiten de aandeelhoudersvergadering plaats vindt. De Duitse wetgever heeft wel verduidelijkt dat er *geen* sprake van acting in concert is als de samenwerking ziet op (i) een enkele aandeelhoudersvergadering van een onderneming, (ii) op meerdere aandeelhoudersvergaderingen van die

onderneming als het een niet-strategisch onderwerp betreft of (iii) op het parallel of gezamenlijk kopen van aandelen, ‘standstill-afspraken’, optieovereenkomsten en overeenkomsten t.a.v. de benoeming van commissarissen. Indien het totale aandelenbelang van de samenwerkende aandeelhouders meer dan drie procent bedraagt, dan dient dit bij de Duitse beurstoezichthouder te worden gemeld. Indien de betreffende aandeelhouders 30 procent van de aandelen houden, dan dient een openbaar bod op de resterende aandelen te worden uitgebracht. De Duitse wetgever heeft verder bepaald dat grootaandeelhouders (vanaf een 10 procentbelang) hun intenties moeten openbaren en de wijze waarop zij aan de financiële middelen zijn gekomen. Deze nieuwe transparantieplichting treedt pas op 31 mei 2009 in werking. Ondernemingen kunnen echter besluiten om aandeelhouders via de statuten vrij te stellen van deze nieuwe transparantieplichting. Naar verwachting zal het wetsvoorstel op korte termijn in werking treden.

- **Blokkering van aandelen Poolse ondernemingen wordt afgeschaft**

Poolse ondernemingen worden binnenkort verplicht om een registratiedatum in te voeren. Degenen die 16 dagen voor de aandeelhoudersvergadering van een Poolse beursgenoteerde onderneming aandeelhouder zijn van deze onderneming, kunnen in de vergadering stemmen, ook al hebben zij hun aandelen na de registratiedatum verkocht. De Poolse ondernemingen mogen hun aandeelhouders voor de uitoefening van hun stemrecht niet meer de eis tot blokkering van de aandelen stellen. Dat staat in het Poolse conceptwetsvoorstel ter implementatie van de Europese richtlijn aandeelhoudersrechten, dat op 14 juli jl. is gepresenteerd. De Poolse ondernemingen worden verplicht hun aandeelhouders minimaal 26 dagen voor de aandeelhoudersvergadering op te roepen voor deze vergadering. De minimale oproepingstermijn bedraagt in Polen momenteel nog 21 dagen.