

NIEUWSBRIEF

Maandelijkse uitgave, editie augustus 2009

Nieuws van de Stichting

- **Eumedion-symposium 2009 in teken van onderzoek naar relatie tussen onderneming en aandeelhouder**

Eumedion houdt dit jaar op 7 oktober a.s. haar jaarlijks symposium in Rotterdam. Het symposium heeft dit jaar als thema: "Het functioneren van de relaties tussen bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders". Tijdens het symposium zullen prof. dr. Angeliën Kemna (Erasmus Universiteit Rotterdam) en prof. dr. Erik van de Loo (Vrije Universiteit) hun, in opdracht van Eumedion, verrichte onderzoek presenteren betreffende de enerzijds in de wet en in de Code Tabaksblad gedefinieerde rollen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders en anderzijds de gepercipieerde rollen tussen deze vennootschappelijke organen. Het onderzoek bespreekt o.a. de vraag of er sprake is van een verwachtingskloof aan beide zijden en zo ja, hoe deze kloof kan worden overbrugd. Dit kan erin resulteren dat er aanbevelingen worden gedaan richting (institutionele) beleggers, bestuurders, commissarissen en wetgever en toezichthouders. Nadat de onderzoekers hun resultaten en conclusies hebben gepresenteerd, zal een aantal sprekers (zoals Jos Streppel (voorzitter Monitoring Commissie, Johan van der Ende (CIO van PGGM), Paul Tang (Tweede Kamerlid voor de PvdA) en Ferdinand Grapperhaus (Universiteit van Maastricht en SER-Kroonlid)) de bevindingen en resultaten van het rapport bespreken. Er is nog plaats voor een beperkt aantal personen. Belangstellenden kunnen zich opgeven via secretariaat@eumedion.nl. De toegang is gratis.

Activiteiten Commissies

- De **Juridische Commissie** vergaderde op 25 augustus jl. over o.a. het wetsvoorstel ter implementatie van het 'Frijns-advies', de AFM-consultatie over enkele biedingsregels en over de conceptbeleidsregel beleggingsaanbevelingen en de CESR-consultatie over transparantie inzake short selling.
- De **Werkgroep Bestuurdersbezoldiging** vergaderde op 26 augustus jl. over een nieuw concept van de Eumedion-aanbevelingen betreffende bezoldiging van bestuurders
- De **Beleggingscommissie** vergadert op 31 augustus o.a. over de toekomst van het bezoeken van AVA's en de voorstellen ter stimulering van lange termijn-aandeelhouderschap.

Komende activiteiten

- **15 september 2009, Vergadering Algemeen bestuur Eumedion.** Op de agenda staan o.a. de evaluatie van de 'Eumedion alert service' in het AVA-seizoen 2009, de nieuwe Eumedion-aanbevelingen t.a.v. bestuurdersbeloningen en het Eumedion-commentaar op het wetsvoorstel ter implementatie van het advies van de Commissie Frijns. Daarnaast zal het Algemeen bestuur zijn nieuwe voorzitter kiezen.
- **7 oktober 2009, vanaf 13.00 uur, Eumedion-symposium** te Rotterdam. Thema van dit jaar is het functioneren van de relaties tussen bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. Tijdens het symposium zullen de hoogleraren Angeliën Kemna en Erik

van de Loo hun onderzoek "Rol en werkelijkheid; Onderzoek voor Eumedion naar het functioneren van relaties met aandeelhouders" presenteren. De toegang is gratis. Aanmelden kan via info@eumedion.nl.

Nieuws uit Den Haag

- **CDA wil mogelijke maatregelen tegen 'hidden ownership' betrekken bij wetsvoorstel 'Frijns-advies'**

De Tweede Kamerfractie van het CDA vindt dat het wetsvoorstel ter implementatie van het 'Frijns-advies' moet worden aangevuld met bepalingen om 'cash settled opties' en 'cash settled equity swaps' onder het bereik van het meldingsregime voor substantiële aandelenbelangen te brengen. Dit blijkt uit vragen van 13 augustus jl. van de CDA-Kamerleden Omtzigt, Blanksma-van den Heuvel en De Nerée tot Babberich aan de minister van Financiën. Het CDA herinnert de minister van Financiën in de vragen verder aan zijn toezegging om nog voor het zomerreces een consultatiedocument te openbaren over het onderwerp 'hidden ownership' (zie Nieuwsbrief van juni 2009). Dit consultatiedocument is eind augustus nog steeds niet gepubliceerd. Zoals bekend is Eumedion sterk voorstander van extra transparantiemaatregelen tegen 'hidden ownership' (zie Nieuwsbrief van november 2008).

- **Kabinet kondigt wetsvoorstel ter facilitering lange termijn aandeelhouderschap aan**

Het kabinet werkt momenteel aan een voorontwerp van een wettelijke regeling ter facilitering van lange termijn aandeelhouderschap. Voor het eind van dit jaar wil het kabinet hierover een consultatie houden. Dit schrijft het kabinet in zijn antwoorden van 27 augustus jl. op vragen van diverse kamerfracties ter voorbereiding op het Kameroverleg over corporate governance op 3 september a.s. Het kabinet maakt in de Kamerbrief niet meer duidelijk dan dat het voorontwerp van het wetsvoorstel ertoe strekt om loyaliteitsdividend en extra stemrecht te faciliteren. Het kabinet laat daarnaast doorschemeren weinig te voelen voor het voorstel van de PvdA-fractie om een beursgenoteerde onderneming minder winstbelasting te laten betalen wanneer zij

een 'loyaliteitsregeling' heeft (zie ook de Nieuwsbrief van juli 2009). Het kabinet geeft in de brief verder aan dat het de op 16 juni 2009 door de Tweede Kamer aangenomen motie om de macht van aandeelhouders te beperken naast zich neer zal leggen. Het kabinet vindt het wetsvoorstel ter implementatie van het 'Frijns-advies' voldoende. "Verdergaande beperkingen van de rechten van aandeelhouders acht de regering niet gepast", zo valt te lezen in de Kamerbrief. Het kabinet kondigt in de brief verder een openbare consultatie aan over een conceptbesluit ter introductie van de zgn. 'put up or shut up'-regel in de Nederlandse biedingsregels. Het kabinet bericht ook dat het nog steeds bezig is met een onderzoek om alle institutionele beleggers in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen wettelijk te verplichten periodiek een openbare mededeling te doen over de naleving van de bepalingen uit de Code Tabaksblad die betrekking hebben op institutionele beleggers. "De bezwaren die door de institutionele beleggers tot nog toe naar voren zijn gebracht tegen de regeling zullen hierbij nadrukkelijk worden meegewogen", aldus het kabinet. Deze bezwaren zijn in juli door Eumedion via een brief aan de Tweede Kamer kenbaar gemaakt (zie Nieuwsbrief van juli 2009).

- **AFM wil onderzoek naar bevordering lange termijnrelatie tussen aandeelhouder en onderneming**

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) beveelt de minister van Financiën aan te onderzoeken op welke wijze de lange termijnrelatie tussen aandeelhouder en onderneming kan worden bevorderd. De AFM vindt dit zowel vanuit het prudentieel toezicht als vanuit het gedragstoezicht een relevante vraag. Daarbij zou gekeken kunnen worden of ook vennootschapsrechtelijke prikkels, bijvoorbeeld loyaliteitsdividend of registratiedividend, behulpzaam kunnen zijn. De AFM schrijft dit in een brief aan de minister van Financiën waarin de toezichthouder reageert op het rapport van de Adviescommissie Toekomst Banken ('Commissie Maas'). De brief is op 24 augustus jl. door minister Bos ter kennisneming naar de Tweede Kamer gestuurd. De AFM uit in haar brief twijfel of de aanbevelingen van de Commissie Maas

t.a.v. de vereiste tijd en deskundigheid van commissarissen wel ver genoeg gaan. De toezichthouder vindt dat de verhoudingen tussen aandeelhouders, raad van commissarissen en onderneming meer analyse en – indien nodig – aanbevelingen verdienen. Daarbij zal ook gewaarborgd moeten worden dat de aanbevelingen sporen met de Code Tabaksblat, aldus de AFM. De Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) en het ministerie werken momenteel aan de omzetting van de aanbevelingen van de Commissie Maas in een 'Bankencode' die voor de beursgenoteerde banken 'bovenop' de Code Tabaksblat komt.

- **AFM krijgt meer tijd om jaarrekeningprocedure te starten**

De AFM krijgt voortaan negen maanden de tijd om na de vaststelling van de jaarrekening, een jaarrekeningprocedure te starten bij de Ondernemingskamer. Nu is deze periode nog zes maanden. Dit staat in een wetsvoorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht (Wft) dat de regering op 26 augustus jl. bij de Tweede Kamer heeft ingediend. Volgens de regering is het voor de AFM in sommige gevallen lastig gebleken om het onderzoek naar de juistheid van de jaarrekening binnen zes maanden met de gewenste mate van zorgvuldigheid te doorlopen. "De AFM heeft in een enkel geval een onderzoek naar de juiste toepassing van verslaggevingsvoorschriften vroegtijdig moeten afbreken zonder dat de gerezen twijfel omtrent die juiste toepassing [...] was weggenomen", aldus de regering in de toelichting op het wetsvoorstel. Met een termijn van negen maanden krijgt de AFM meer mogelijkheden om beursgenoteerde ondernemingen een langere termijn voor het geven van een nadere toelichting te gunnen, en heeft een onderneming dus meer gelegenheid om eventuele twijfel over de toepassing van verslaggevingsvoorschriften weg te nemen.

- **Minister Bos wil gewijzigd richtlijnvoorstel beheerders alternatieve beleggingsfondsen**

Het voorstel van de Europese Commissie om Europese professionele beleggers te verbieden te beleggen in een alternatief beleggingsfonds (zoals een hedgefonds)

van een niet-Europese beheerder als deze beheerder gezeteld is in een land waarin het toezicht door de Europese Commissie als 'niet-equivalent' met dat aan de EU wordt beoordeeld, moet worden afgezwakt. De betreffende bepaling in het richtlijnvoorstel inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen moet daarom worden gewijzigd. Dat vindt minister Bos (Financiën) blijkens zijn antwoorden van 14 augustus jl. op vragen over het richtlijnvoorstel vanuit de Eerste Kamer. De minister is bezorgd dat de hiervoor genoemde eis kan betekenen dat Europese institutionele beleggers hun beleggingen minder goed spreiden, hetgeen tot hogere risico's en lagere rendementen kan leiden. De minister houdt wel vast aan zijn beleidslijn dat naast de EU-lidstaten ook andere G20-landen alternatieve beleggingsfondsen adequaat moeten gaan reguleren. In de antwoorden geeft de minister verder nog te kennen tegen het voorstel van de Commissie te zijn om ook niet-EU-fondsen een zgn. 'Europees paspoort' toe te kennen. Met dit paspoort zouden niet-EU-beheerders o.b.v. een vergunning in één lidstaat in heel de EU hun fondsen kunnen aanbieden. Minister Bos vindt dat dit voorstel 'offshore' activiteiten aanmoedigt.

Ondernemingsnieuws

- **Ondernemingskamer gelast enquête naar beleid en gang van zaken bij ASMI**

De Ondernemingskamer (OK) heeft op 5 augustus jl., op verzoek van o.a. Hermes Investment Management, een onderzoek bevolen naar de gang van zaken bij chipmachinefabrikant ASM International (ASMI). In dat kader zal de rechtmatigheid van het toekennen van een calloptie aan de beschermingsstichting van ASMI in 1997 onderwerp van onderzoek zijn. De beschermingsstichting van ASMI oefende in 2008 deze optie (gedeeltelijk) uit om te voorkomen dat aandeelhouders de bestuursvoorzitter en de raad van commissarissen van ASMI zouden ontslaan en een nieuwe bestuursvoorzitter en nieuwe commissarissen zouden benoemen. De OK twijfelt of de beschermingsconstructie mocht worden ingezet, omdat aan de ASMI-aandeelhouders in 1996 kenbaar is gemaakt dat zij alleen ten tijde van een "vijandige overname" in stelling zou worden gebracht.

Bovendien bedroeg de looptijd van de optie niet meer dan vijf jaar. Verder twijfelt de OK aan de onafhankelijke positie van de beschermingsstichting en of zij een juiste taakopvatting huldigde. "Niet kan worden uitgesloten dat [de] Stichting [...] het zittende bestuur en de zittende commissarissen de hand boven het hoofd heeft gehouden". Daarvoor is een beschermingsstichting niet bedoeld, aldus de OK. De rechter uit verder stevige kritiek op de bestuursvoorzitter en de raad van commissarissen van ASMI. Zo zijn de problemen op het strategische vlak volgens de OK steeds naar voren geschoven. De raad van commissarissen had "een weinig kritische houding" en is hij "tekort geschoten in zijn taak om te bemiddelen tussen het bestuur en de externe aandeelhouders". De externe aandeelhouders hebben ook nauwelijks invloed op het beleid van ASMI kunnen uitoefenen en haar organen niet effectief ter verantwoording kunnen roepen, mede door de hoge drempels voor benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen. De OK zal binnenkort de onderzoekers benoemen.

- **Aegon hoeft jaarrekening 2007 niet aan te passen**

Aegon hoeft haar jaarrekening over boekjaar 2007 niet opnieuw op te maken. De OK heeft op 5 augustus jl. een verzoek van de Stichting Belangenbehartiging Pensioengerechtigden van de Vervoer- en Havenbedrijven (BPVH) daartoe afgewezen. BPVH stelde dat Aegon het eigen vermogen van de in 2007 overgenomen uitvoeringsinstelling van havenpensioenfondsen Optas NV (ad 1,7 miljard euro) niet bij het groepsvermogen van Aegon had mogen meetellen. Volgens BPVH is dit bedrag bestemd voor de havenpensioenen. De OK vindt dat dit 'beklemd vermogen' inderdaad beschikbaar moet blijven voor de havenwerknemers, maar dit betekent geenszins dat Aegon het bedrag niet bij haar eigen vermogen had mogen tellen. De OK heeft wel enkele kanttekeningen bij de presentatie van het beklemd vermogen in de jaarrekening, maar vindt de tekortkomingen zodanig ondergeschikt, dat niet kan worden gezegd dat de jaarrekening 2007 geen getrouw beeld zou geven van de grootte en samenstelling van het vermogen

en het resultaat van Aegon. Daarbij neemt de OK in aanmerking genomen dat Aegon de tekortkomingen in de inrichting van de jaarrekening heeft erkend en zij dit in de toekomst zal aanpassen.

- **CVC moet meer betalen voor aandelen Schuitema**

Private equitymaatschappij CVC moet 24,21 euro per aandeel Schuitema betalen om het gehele supermarktconcern van de beurs te halen. Dat is ruim 20 procent meer dan CVC oorspronkelijk wilde betalen. De OK heeft in een vonnis van 21 augustus jl. bepaald dat het oorspronkelijke bod van CVC niet "billijk" was. CVC verkreeg in juni 2008 een belang van ruim 98 procent in Schuitema na een onderhandse overname van de aandelenpakketten van Ahold en de Stichting Gemeenschappelijk Aandelenbezit (SGA) Schuitema. Omdat CVC aldus een groter belang dan 30 procent in Schuitema verkreeg, werd CVC verplicht gesteld een openbaar bod op de resterende aandelen uit te brengen tegen een "billijke prijs". CVC bood de resterende aandeelhouders dezelfde prijs per aandeel als die zij had betaald voor de overname van de aandelen die door Ahold en SGA werden gehouden. De OK oordeelde dat CVC bij de bepaling van de "billijke prijs" onvoldoende liet meewegen dat een deel van de overname van het Ahold-belang plaatsvond in vastgoed en 57 winkels. Bovendien bedong Ahold een vetorecht t.a.v. bepaalde fusies en acquisities waarbij Schuitema is betrokken en een optierecht op maximaal 36 door Schuitema te koop aangeboden winkels, zodat Ahold invloed bleef houden op strategische beslissingen van Schuitema. De OK vond dat ook hieraan een waarde zit. In totaal werd de waarde van Schuitema door de OK, in vergelijking met die door CVC, met 105 miljoen euro verhoogd. Het was de eerste keer sinds het verplichte bod op 28 oktober 2007 in de Nederlandse wetgeving werd opgenomen dat er uitspraak werd gedaan in een geschil over de hoogte van de "billijke" prijs bij het verplichte bod.

- **InnoConcepts wil beschermingsconstructie afschaffen**

Uitvindonderneming InnoConcepts, wier aandelen zijn opgenomen in de AScX-index, wil haar beschermingsconstructie afschaffen. Dit blijkt uit het voorstel voor de

statutenwijziging van de onderneming dat tijdens de buitengewone algemene vergadering van 8 september a.s. aan de aandeelhouders wordt voorgelegd. InnoConcepts had tot nu toe de mogelijkheid om preferente aandelen met een beschermingskarakter uit te geven aan een daartoe aangewezen partij. De afschaffing van de beschermingsconstructie past binnen de onlangs aangekondigde versterking van de structuur van de onderneming.

Overige interessante zaken

- **Britse minister wil extra stemrecht voor trouwe aandeelhouders en mogelijkheid tot stemrechthandel**

De Britse minister van Financiële Diensten, Lord Paul Myners, wil dat de Britse banken loyale aandeelhouders 'belonen' met extra stemrecht. Myners deed deze uitspraak op 1 augustus jl. tijdens een interview met de BBC-televisie. Op 10 augustus jl. voegde hij daar in een interview met Financial News aan toe dat hij ook wil dat aandeelhouders die geen gebruik maken van hun stemrecht de mogelijkheid moeten krijgen hun stemrechten te "verkopen" aan aandeelhouders die wel willen stemmen. "That would introduce some market discipline into voting. It would have to be limited, voting could not go beyond two votes per share, say. It is quite complicated, but it's got merit", aldus de Britse minister. Myners deed deze suggesties in het kader van de consultatie over het rapport van Sir David Walker over de corporate governance van Britse financiële instellingen (zie Nieuwsbrief van juli 2009). Britse institutionele beleggers hebben op de Myners-voorstellen kritisch gereageerd.

- **FSA verduidelijkt regels rond 'acting in concert'**

Institutionele beleggers in Britse beursgenoteerde ondernemingen zullen niet zo snel met de zgn. 'acting in concert'-problematiek in aanraking komen. Dit blijkt uit de brief die de Britse financieel toezichthouder FSA op 19 augustus jl. naar de Britse aandeelhoudersorganisaties heeft gestuurd. In de brief maakt de FSA duidelijk dat wanneer institutionele beleggers onderling discussiëren en een gezamenlijk standpunt bereiken over specifieke zaken of gebeurtenissen ("corporate events") het onwaarschijnlijk ("unlikely") is dat dit

kwalificeert als 'samenspanning' en de betreffende beleggers hun gezamenlijke aandelenpakket (indien boven de 3 procent) openbaar moeten maken. De FSA vindt dat een dergelijke 'ad hoc samenwerking' geen duurzaam gezamenlijk stembeleid impliceert en dat daarom geen extra transparantie vereist is. Het is verder onwaarschijnlijk dat dergelijke discussies en standpuntbepaling zullen leiden tot een "change of control", waardoor betreffende beleggers verplicht zouden zijn een openbaar bod op alle aandelen uit te brengen. De FSA verklaart verder dat de regelgeving betreffende voorwetenschap en marktmisbruik geen belemmering hoeft te zijn voor een goede engagement tussen ondernemingsleiding en aandeelhouders. De Association of British Insurers heeft positief gereageerd op de verduidelijkingen van de FSA.

- **FSA stelt beloningscode voor Britse banken vast**

De 26 grootste Britse banken dienen een beloningsbeleid te hebben dat in overeenstemming is met en bijdraagt aan een doeltreffende risicobeheersing. Indien dit niet het geval is kan de FSA de betreffende instellingen dwingen meer kapitaal aan te houden. Dit staat in de speciale beloningscode voor de grootste Britse banken die de FSA op 12 augustus jl. heeft gepubliceerd. De bankcode bepaalt verder dat bij het bepalen van de prestaties van medewerkers een correctie moet worden aangebracht voor actuele en toekomstige risico's en dat rekening wordt gehouden met de kosten van het gebruikte kapitaal en de vereiste liquiditeit. Bovendien moet het beoordelingsproces zijn gebaseerd op prestaties op de langere termijn en dienen niet-financiële prestatiecriteria in ogenschouw te worden genomen, zoals de naleving van interne regels en procedures. Een aantal controversiële punten, zoals het niet-uitkeren van een bonus in een jaar waarin de bank verlies maakt of het instellen van een minimale wachtperiode voor de uitkering van het grootste deel van de bonus, is in de code niet als verplichting opgenomen, maar als "guidance". De code gaat op 1 januari 2010 in. De FSA zal de code wijzigen indien blijkt dat andere landen geen gelijksoortige maatregelen nemen. Duitsland heeft op 14 augustus jl. het Britse voorbeeld al gevolgd. De Duitse

toezichthouder Bafin zal vanaf 1 januari 2010 toezicht houden op de risico's die gepaard kunnen gaan met beloningsystemen in de financiële sector.

- **Franse regering dringt banken beloningscode op**

Wanneer bestuurders van Franse banken een bonus in het vooruitzicht wordt gesteld, mag de uitbetaling daarvan voor ten minste 50 procent niet direct plaatsvinden, maar moet dit worden uitgesmeerd over meerdere jaren. Bovendien moet ten minste een derde van de bonus in de vorm van aandelen worden uitgekeerd. Daarnaast gelden er strikte prestatiecriteria die zien op het behalen van lange termijndoelstellingen. Deze maatregelen hebben de Franse president Sarkozy en de bestuurders van de grootste Franse banken, waaronder BNP Paribas, Société Générale en Crédit Agricole, op 25 augustus jl. afgesproken. De Franse president heeft Michel Camdessus, voormalig voorzitter van het Internationaal Monetair Fonds, benoemd om de beloningsafspraken te monitoren. President Sarkozy heeft de regeringen van andere landen opgeroepen om dezelfde soort afspraken te maken en zal dit tijdens de komende G20-top in Pittsburgh (24 en 25 september a.s.) aan de orde stellen. De Duitse bondskanselier Merkel heeft haar sympathie t.a.v. de Franse voorstellen op 26 augustus reeds uitgesproken.

- **Aandeelhouders Zweedse ondernemingen in overnamesituaties voortaan gelijk behandeld**

Bieders op aandelen van Zweedse beursgenoteerde ondernemingen mogen houders van aandelen met meervoudig stemrecht geen hogere vergoeding meer betalen dan houders van aandelen zonder meervoudig stemrecht. Dit staat in de nieuwe Zweedse biedingsregels die de Zweedse Effectenbeurzen (Nasdaq OMX Stockholm en Nordic Growth Market) op 28 augustus jl. hebben gepubliceerd en welke op 1 oktober a.s. in werking treden. Nationale en internationale beleggers hebben lang gestreden tegen de ongelijke behandeling van aandeelhouders van Zweedse ondernemingen in overnamesituaties. Ongeveer de helft van de 270 Zweedse beursgenoteerde ondernemingen heeft aandelen uitgegeven

met meervoudig stemrecht (waaronder Saab, Skanska en H&M). Andere belangrijke wijzigingen in de Zweedse biedingsregels betreffen nieuwe vereisten bij het wijzigen van een openbaar bod, vereisten bij het uitbrengen van een nieuw bod, onafhankelijkheidseisen voor het afgeven van een 'fairness opinie' en regels t.a.v. tegenstrijdige belangen bij het bestuur van de doelvennootschap.