

## NIEUWSBRIEF

Maandelijkse uitgave, editie november 2009

### Nieuws van de Stichting

- **Johan van der Ende nieuwe voorzitter Eumedion-bestuur, Paul Frentrop nieuwe bestuurder**

Johan van der Ende (Chief Investment Officer van PGGM) heeft op 15 november jl. het voorzitterschap van het Eumedion-bestuur van Roderick Munsters (bestuursvoorzitter van Robeco) overgenomen. Roderick Munsters was sinds de oprichting van Eumedion (1 januari 2006) voorzitter. Op 15 november jl. is voorts Paul Frentrop (hoofd corporate governance bij APG Asset Management) voor twee jaar benoemd tot lid van het Algemeen bestuur. Bart van der Steenstraten (algemeen directeur Shell Asset Management Company) is voor een tweede termijn herbenoemd als algemeen bestuurslid en Ronald Florisson (hoofd corporate communications bij Robeco) zal per 1 januari a.s. voor een derde termijn van twee jaar worden herbenoemd.

### Activiteiten Commissies

- De **Beleggingscommissie** besprak tijdens haar vergadering van 16 november jl. het onderzoeksrapport van prof. Kemna en prof. Van de Loo naar de relaties tussen bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders. Teven werden de speerpunten voor het AVA-seizoen 2010 besproken.
- De **Audit Commissie** vergaderde op 26 november jl. over o.a. de IOSCO-consultaties over de accountantsverklaring en over de transparantie van accountantskantoren. Tevens werden de lopende zaken bij de Raad voor de Jaarverslaggeving en bij de International Accounting Standards Board (IASB) besproken.

### Komende activiteiten

- **1 december 2009, Vergadering Algemeen bestuur Eumedion.** Op de agenda staan o.a. het beleidsplan 2010, de begroting 2010 en de speerpuntenbrief 2010.
- **1 december 2009, 16.15 tot 17.30 uur, Deelnemersvergadering Eumedion.** Op de agenda staat o.a. de vaststelling van het beleidsplan 2010 en de begroting 2010. Tevens zal de Eumedion Scriptieprijs 2009 worden uitgereikt.
- **3 december 2009, 14.00 tot 17.00 uur, Eumedion-NIVRA-seminar 'Blaffen of risicomanagement',** NIVRA-kantoor Amsterdam. Onder leiding van Jean Frijns discussiëren o.a. Johan van der Ende (Eumedion-voorzitter/PGGM), Gerben Everts (APG Asset Management) en Jan Lobbezoo (commissaris bij ASMI en TMC Group) over de stand van zaken en de recente missers op het gebied van risicomanagement. Aanmelden kan nog via onderstaande link: <http://rms.n200.com/index.php?beursid=1642&d=1>
- **11 februari 2010, 14.00 tot 17.30 uur bij NautaDutilh in Amsterdam, Seminar 'Stemmend Nederland' over de praktijk van stemmen door professionele beleggers.** Voor de vierde keer op rij organiseert 'Stemmend Nederland' een seminar over de laatste ontwikkelingen omtrent stembeleid. De focus zal tijdens het seminar komen te liggen op het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen in internationale context. Sprekers zijn o.a. Johan van der Ende (Eumedion/PGGM), Hans van Oosterhout (Erasmus Universiteit), Marnix van Ginneken

(Philips) en Jacob Stern (SEB). Meer informatie via [irma.paarlberg@nautadutilh.com](mailto:irma.paarlberg@nautadutilh.com). Registreren is mogelijk via [registration@nautadutilh.com](mailto:registration@nautadutilh.com).

## Nieuws uit Den Haag

- **CDA en VVD willen einde aan arbeidsrechtelijke bescherming van bestuurders beursondernemingen**

De Tweede Kamerfracties van het CDA en de VVD willen dat de rechtsverhouding tussen een bestuurder en de beursgenoteerde onderneming niet langer wordt aangemerkt als een arbeidsovereenkomst. Dit blijkt uit een gezamenlijk amendement van de Kamerleden Weekers (VVD) en Van Vroonhoven-Kok (CDA) van 27 november jl. op het wetsvoorstel 'bestuur en toezicht'. De Kamerleden wijzen erop dat een bestuurder van een beursgenoteerde onderneming met een beroep op zijn arbeidsovereenkomst uiteindelijk een hogere vertrekvergoeding kan bepleiten dan het maximum in de Code Tabaksblad (één jaarsalaris). "Recente praktijkvoorbeelden hebben aangetoond dat dit succes kan hebben. Falende bestuurders kunnen onder het huidige recht dus worden beloond", zo schrijven de volksvertegenwoordigers in de toelichting op het amendement. Het amendement zal geen betrekking hebben op bestaande arbeidsovereenkomsten en op bestuurders van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Het amendement zal worden behandeld tijdens een nieuw wetgevingsoverleg van 2 december a.s. over enkele wetsvoorstellen op het terrein van vennootschapsrecht (waaronder de wetsvoorstellen 'bestuur en toezicht' en de implementatie van de richtlijn aandeelhoudersrechten).

- **Commissarissen van financiële instellingen voortaan op deskundigheid getoetst**

Commissarissen van banken en verzekeraars worden binnenkort door De Nederlandsche Bank (DNB) op hun deskundigheid getoetst. Dit blijkt uit het ontwerp-wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2010 waarover het ministerie van Financiën op 6 november jl. een consultatie is gestart. Tot nu toe werden alleen bestuurders van financiële instellingen bij het in functie treden door

DNB op hun deskundigheid getoetst. In het rapport van de Adviescommissie Toekomst Banken ('Commissie Maas') werd de aanbeveling gedaan om de deskundigheidstoets uit te breiden naar ook commissarissen. Het kabinet heeft deze aanbeveling overgenomen, gelet op de "belangrijke rol" die commissarissen bij de koers van de onderneming spelen. De precieze inhoud van de deskundigheidstoets zal worden ingevuld door een beleidsregel van de publieke toezichthouder. Daarbij kan, volgens het ministerie, bijvoorbeeld nader worden uitgewerkt welke deskundigheden binnen een raad van commissarissen als geheel aanwezig moeten zijn en aan welke deskundigheidsvereisten de individuele commissarissen moeten voldoen. Niet alleen nieuwe commissarissen zullen op deskundigheid worden getoetst, ook zittende commissarissen moeten bij herbenoeming een dergelijke toets ondergaan. Daarnaast heeft de toezichthouder bij de zittende commissarissen de bevoegdheid om, "wanneer relevante feiten of omstandigheden daar aanleiding toe geven" alsnog een onderzoek naar de deskundigheid van individuele commissarissen of raden van commissarissen in te stellen. Het ministerie streeft er naar het wetsvoorstel op 1 juli 2011 in werking te laten treden.

- **Kabinet gaat 'claw back'-clausule mogelijk wettelijk verankeren**

Het kabinet zal bezien of het wenselijk is het recht op 'claw back' van onterecht toegekende bonussen wettelijk vast te leggen. Dat blijkt uit de kabinetsreactie van 24 november jl. op de door de Nederlandse Vereniging van Banken ontworpen Code Banken. Het kabinet zal in dat kader kijken naar een wettelijke verankering van de claw back-bevoegdheid van de raad van commissarissen om toegekende variabele beloningen terug te vorderen indien hieraan onjuiste financiële gegevens ten grondslag lagen. Verder zal gekeken worden naar de bevoegdheid van de raad van commissarissen om bij de definitieve toekenning van variabele beloningen de hoogte van de beloning bij te stellen wanneer deze vanwege buitengewone omstandigheden tot onbillijke (of onbedoelde) uitkomsten zou leiden (billijkheidstoets). Het kabinet schrijft daarbij

dat bij de afweging om deze twee punten al dan niet in de wet op te nemen aandacht zal worden besteed “aan de vraag in hoeverre ter zake een rol kan zijn weggelegd voor toezichthouders”. Het kabinet geeft in de reactie verder aan dat wettelijke grondslag voor de naleving (via de ‘pas toe of leg uit’-regel) van de Code Banken in boek 2 van het Burgerlijk Wetboek wordt geregeld en dat dit uiterlijk 1 januari 2010 haar beslag krijgt. Het kabinet verwacht dat aandeelhouders en klanten banken zullen aanspreken op de mate van naleving van de code.

- **Zowel AFM als DNB gaat toezicht houden op beloningsbeleid financiële instellingen**

Zowel de Autoriteit Financiële Markten (AFM) als DNB zal toezicht gaan houden op het beloningsbeleid van financiële instellingen. De nieuwe wettelijke regels ter verankering van een beheerst beloningsbeleid bij financiële instellingen zullen begin 2010 ter consultatie aan de markt worden voorgelegd. Dit schrijft minister Bos (Financiën) in een brief van 24 november jl. aan de Tweede Kamer. Volgens de minister is het zowel vanuit gedragsperspectief als prudentieel perspectief wenselijk dat toezicht wordt ingevoerd op de vormgeving van het beloningsbeleid van financiële instellingen. Het toezicht zal gericht zijn op het vermijden van beloningsprikkels die (kunnen) leiden tot onverantwoorde risico's en onzorgvuldige klantbehandeling. Bij het ontwerpen van het toezicht op het beloningsbeleid van financiële instellingen zal het ministerie rekening houden met het voorstel tot wijziging van de Europese kapitaaleisenrichtlijn. In dit voorstel is het principe opgenomen dat nationale toezichthouders zich ervan dienen te vergewissen dat de beloningspraktijken van banken in overeenstemming zijn met en bijdragen aan een gezonde en doeltreffende risicobeheersing en zij niet aanzetten tot excessief risicogedrag. De Europese Raad van ministers van Economische Zaken en Financiën (Ecofin) heeft op 10 november jl. een politiek akkoord bereikt over de tekst van het wijzigingsvoorstel. Het Europees Parlement moet nog instemmen met dit voorstel.

- **Staatssecretaris Heemskerk verwelkomt aanpassing MVO-verslaggevingsrichtlijn**

Staatssecretaris Heemskerk (Economische Zaken) noemt de herziene jaarverslaggevingsrichtlijn betreffende maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) een stap voorwaarts. De nieuwe richtlijn kan bijdragen aan een betere dialoog over MVO tussen ondernemingen en een brede groep stakeholders. De staatssecretaris schrijft dit in een brief van 24 november jl. aan de Tweede Kamer. Op 18 november jl. stelde de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ, waarin ook Eumedion participeert) de herziene MVO-richtlijn vast, waardoor ondernemingen in hun jaarverslag voortaan ook – in algemene zin – informatie moeten opnemen over de internationale keten waarin men actief is. De nieuwe richtlijn zal van toepassing zijn op boekjaren die aanvangen op of na 1 januari 2010, waarbij eerdere toepassing wordt aanbevolen.

#### Nieuws uit Brussel

- **ESME adviseert Europese Commissie meldingsplicht in te voeren voor substantiële economische posities**

De European Securities Markets Expert Group (ESME) adviseert de Europese Commissie de Europese Transparantierichtlijn aan te passen om partijen die een substantieel economisch belang in een beursgenoteerde onderneming houden (bijvoorbeeld in de vorm van cash settled equity swaps of cash settled opties) te verplichten een melding te doen. De vaste adviescommissie van de Europese Commissie op het terrein van effectenmarkten heeft dit advies op 16 november jl. gepubliceerd. De groep van deskundigen constateert dat door het gebruik van 'synthetische constructies' het voor marktpartijen steeds gemakkelijker wordt om het economische belang in beursgenoteerde ondernemingen te splitsen van het juridische eigendom. Hierdoor is het mogelijk dat partijen ongezien een groot economisch belang opbouwen, aangezien de meldingsregels zijn gebaseerd op het juridisch eigendom van aandelen. Dit heeft, volgens ESME, negatieve gevolgen voor de prijsvorming op de financiële markten. ESME vindt daarom dat transparantie over deze constructies nodig is. Om de

administratieve lasten voor marktpartijen zo laag mogelijk te houden adviseert ESME de meldingsdrempel voor de synthetische constructies vrij hoog te doen zijn. ESME denkt aan een drempel van vijf tot tien procent van het geplaatste kapitaal. Deze drempel zal ook moeten gelden voor het melden van shortposities. De long en shortposities moeten naar de mening van ESME separaat worden gemeld; de posities mogen m.a.w. niet tegen elkaar worden weggestreept. Eumedion heeft zich eerder al voorstander getoond van het laten meetellen van synthetische constructies in de meldingsregels (zie bijvoorbeeld Nieuwsbrieven van november 2008 en van oktober 2009). Het is nog niet duidelijk wanneer de Europese Commissie op het advies reageert.

- **Europese studie: gedragscode voor institutionele beleggers wenselijk**

De Europese Commissie dient aan te moedigen dat de EU-lidstaten een gedragscode voor institutionele beleggers ontwerpen. Een dergelijke gedragscode dient best practice bepalingen te bevatten over o.a. de transparantie inzake het stembeleid en –gedrag van institutionele beleggers. Daarnaast dient de Europese Commissie te overwegen om een Europese richtlijn te ontwerpen om institutionele beleggers te dwingen te rapporteren over de uitvoering van hun eigen corporate governance beleid. Dit zijn enkele aanbevelingen in het in opdracht van de Europese Commissie door stemadviesbureau RiskMetrics verrichte onderzoek naar de werking van de corporate governance codes in de Europese Unie. Het onderzoek is op 16 november jl. gepubliceerd. Uit het onderzoek blijkt dat slechts een kleine minderheid aan institutionele beleggers actief is op het terrein van corporate governance. Een aanwijzing daarvoor is, volgens de onderzoekers, het geringe aantal institutionele beleggers dat bereid was een enquête over de corporate governance praktijken in te vullen: slechts 5 procent van de aangeschreven institutionele beleggers. De institutionele beleggers die wel meededen, kwamen vooral uit Frankrijk, Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Portugal – landen die reeds wettelijke corporate governance

verantwoordelijkheden voor institutionele beleggers kennen. De onderzoekers concluderen verder dat de kwaliteit van de motivering van eventuele afwijkingen van de nationale corporate governance code door beursgenoteerde ondernemingen over het algemeen matig is. Slechts 39 procent van de onderzochte motiveringen was “informatief”, in de zin dat de motivering was toegespitst op de omstandigheden van de individuele onderneming. De meeste “informatieve” motiveringen worden gegeven door Franse, Nederlandse, Zweedse en Britse ondernemingen. De onderzoekers bevelen de nationale monitoring commissies aan specifieke richtlijnen op te stellen waar de corporate governance verklaring van de beursgenoteerde ondernemingen aan moet voldoen en om individuele ondernemingen aan te spreken op de kwaliteit van de verklaring. Eventueel zouden formele sancties moeten worden overwogen. De conclusies van het onderzoek zullen worden besproken tijdens een congres van 2 en 3 december a.s. in Stockholm, georganiseerd door de voorzitter van de Europese Raad (Zweden).

- **Europese Commissie keurt herziene verslaggevingsstandaard financiële activa nog niet goed**

De Europese Commissie wil de herziene marktwaarderingsregels voor financiële activa nog niet goedkeuren voor gebruik door de Europese beursgenoteerde ondernemingen. De Europese Commissie wil de gevolgen van de nieuwe regels eerst goed bestuderen. Dit heeft de Europese Commissie op 12 november jl. besloten in reactie op de publicatie van de herziene standaard over de waardering van financiële activa door de IASB. Volgens de nieuwe standaard moeten eenvoudige schuldinstrumenten, zoals obligaties en leningen, voortaan worden gewaardeerd tegen kostprijs, terwijl beleggingen in aandelen tegen marktprijs moeten worden gewaardeerd. Daarbij moeten waardeveranderingen via de winst- en verliesrekening of via het eigen vermogen lopen. Zgn. impairmentregels zijn niet meer nodig. Complexere schuldinstrumenten, zoals bepaalde beleggingen in obligaties, moeten volgens de IASB ook tegen marktwaarde worden gewaardeerd. De Europese Commissie is bang dat de

resultaten van banken die veel complexe schuldinstrumenten bezitten hierdoor volatieler worden in vergelijking met de huidige regels over 'fair value'. De Europese Commissie zal pas een finaal oordeel over de nieuwe standaard geven als de IASB ook de nieuwe regels over 'hedge accounting' en de waardering van financiële passiva heeft gepubliceerd. Deze worden eind 2010 verwacht. Door de beslissing van de Europese Commissie ontstaat er een ongelijk speelveld bij de financiële verslaggeving van banken, omdat niet-Europese banken hun jaarrekening 2009 al wel kunnen baseren op de nieuwe standaard inzake financiële activa. De IASB wil dat de nieuwe standaard vanaf 1 januari 2013 verplicht is gesteld voor de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen.

- **CESR: financiële verslaggeving van financiële instellingen onder de maat**

Bij ongeveer 20 procent van de beursgenoteerde banken en verzekeraars schiet de verslaggeving over financiële instrumenten te kort. Dat schrijft de koepel van Europese beurstoezichthouders (CESR) in een analyse van 2 november jl. van de financiële verslaggeving van 96 beursgenoteerde financiële instellingen. Volgens CESR voldoet 1 op de 5 financiële instellingen niet aan de wettelijke verslaggevingsvoorschriften om de waarderingstechnieken van de financiële instrumenten openbaar te maken en om inzicht te geven in de relaties met zgn. special purpose entities (SPE's). Daarnaast heeft ongeveer 40 procent geen gevoeligheidsanalyse inzake de waardering van de activa en passiva opgenomen. CESR had verwacht dat financiële instellingen de wettelijke voorschriften beter zouden naleven. Bovendien is transparantie over de financiële positie juist in tijden van financiële crisis van groot belang, aldus CESR.

- **Rapporteur Europees Parlement kritisch op richtlijnvoorstel alternatieve beleggingsfondsen**

De rapporteur voor het Europees Parlement (EP) over het richtlijnvoorstel betreffende beheerders van alternatieve beleggingsfondsen, de heer Jean-Paul Gauzès, stelt maar liefst 138

amendementen voor op het richtlijnvoorstel. Dit blijkt uit zijn conceptrapport van 23 november jl. over het richtlijnvoorstel, dat tijdens haar vergadering van 1 december a.s. door de Economische en Monetaire Commissie van het EP wordt besproken. De amendementen staan soms haaks op het compromisvoorstel van 12 november jl. dat momenteel in de Europese Raad wordt behandeld. Zo wil de EP-rapporteur bijvoorbeeld hedgefondsen en private equitymaatschappijen die een controlerend belang in beursgenoteerde ondernemingen nemen extra transparantieplichtingen opleggen, terwijl het Zweedse voorzitterschap van de Europese Raad heeft voorgesteld dergelijke bepalingen uit het oorspronkelijke richtlijnvoorstel te schrappen. Daarnaast wil de EP-rapporteur dat ondernemingen die van de beurs zijn gehaald nog één jaar lang voldoen aan de verplichtingen voor beursgenoteerde ondernemingen uit de Transparantierichtlijn. Het Zweedse voorzitterschap wil ook deze bepaling schrappen. Verder wil Gauzès de toekomstige European Securities and Markets Authority (ESMA: de opvolger van de koepel van Europese beurstoezichthouders, CESR) de mogelijkheid geven om in uitzonderlijke omstandigheden short selling activiteiten pan-Europees aan banden te leggen. In het oorspronkelijke richtlijnvoorstel en in het compromisvoorstel van het Zweedse voorzitterschap ontbreekt een dergelijke bepaling.

### Ondernemingsnieuws

- **SNS Reaal maakt beloning onafhankelijk van beurskoers**

Bankverzekeraar SNS Reaal maakt haar beloningsbeleid voor het bestuur geheel onafhankelijk van aandeelhouderswaardecreatie ('total shareholder return') en gaat eventuele bonussen alleen nog in cash uitkeren. Dit blijkt uit het voorstel voor een nieuw beloningsbeleid dat SNS Reaal op 18 november heeft gepresenteerd ter vaststelling door de buitengewone aandeelhoudersvergadering van 3 december a.s. De uitkering van variabele beloning zal voortaan afhankelijk zijn van de realisatie van bepaalde financiële (o.a. brutowinst, 'risk adjusted return on capital' en 'return on embedded value') en niet-

financiële doelstellingen (o.a. medewerkerstevredenheid en – betrokkenheid en klanttevredenheid). Verder stelt de AMX-onderneming voor om de korte en lange termijn variabele beloning in één systeem onder te brengen. Daarbij zullen de prestatiedoelstellingen voor drie jaar worden vastgesteld door de raad van commissarissen. Van de drie jaar worden er voor jaar 1 deeldoelstellingen afgesproken (afgeleid van de driejaarsdoelstellingen). Bij het behalen van de doelstellingen van het eerste jaar wordt een derde in cash uitgekeerd (het korte termijn gedeelte van de variabele beloning). Als de periode van drie jaar is verstreken en de doelstellingen van die drie jaar zijn behaald, wordt de resterende tweederde in cash uitgekeerd (het lange termijn gedeelte van de variabele beloning). De uitbetaling van de variabele beloning zal aldus volledig in cash plaatsvinden. SNS Reaal merkt wel op dat in het geval het uit concurrentieoverwegingen noodzakelijk is om (gedeeltelijke) betaling in aandelen te laten plaatsvinden, het beleid zal dienen te worden aangepast. Het nieuwe beloningsbeleid bevat voorts een ‘claw back-clausule’ en een discretionaire bevoegdheid voor de raad van commissarissen om de variabele beloning aan te passen wanneer deze naar zijn oordeel tot onbillijke of onbedoelde uitkomsten leidt. SNS Reaal is de eerste financiële instelling die een voorstel tot aanpassing voor het beloningsbeleid presenteert, waarbij rekening is gehouden met diverse aanbevelingen van officiële en overige instanties.

- **AFM beboet Lloyd Banking Group voor te late afmelding substantieel aandelenbelang in Wavin**

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft Lloyds Banking Group een boete opgelegd van 30.000 euro voor het feit dat zij 22 maanden te laat een afmelding heeft gedaan van haar substantieel belang in Wavin. Dit heeft de AFM op 24 november jl. bekend gemaakt. Lloyds meldde op 31 mei 2007 een belang van 5,02 procent in de fabrikant van plasticbuizen. Pas na een vraag van de AFM meldde Lloyds op 6 mei 2009 het belang af, terwijl de bank reeds op 30 juli 2007 door de eerste meldingsgrens was gezakt. Aangezien Lloyds volgens de AFM de wet niet bewust heeft overtreden, er

slechts sprake was van één enkele overtreding van de meldingsplicht en Lloyds niet eerder heeft verzuimd aan de AFM een melding te doen van haar kapitaalbelangen, heeft de AFM de boete gematigd van 120.000 naar 30.000 euro. De AFM vindt het wel verwijtbaar dat een gerenommeerde financiële instelling als Lloyds de meldingssystemen niet op orde heeft en kennelijk onvoldoende op de hoogte is van de Nederlandse regels betreffende het melden van substantiële aandelenbelangen. Lloyds heeft de mogelijkheid om het AFM-oordeel ter toetsing aan de rechter voor te leggen.

- **Hoge Raad; beleggers bij beursgang World Online misleid**

World Online, ABN Amro en Goldman Sachs hebben rond de beursgang van World Online op 17 maart 2000 tegenover beleggers in aandelen World Online onrechtmatig gehandeld door een te optimistisch beeld te scheppen en te laten bestaan t.a.v. de waarde en de toekomstverwachting van de onderneming. Dat heeft de Hoge Raad in zijn arrest van 27 november jl. bepaald. Volgens de Hoge Raad had World Online in het prospectus misleidende informatie over de loopbaan van de toenmalige bestuursvoorzitter, mevrouw Brink, opgenomen en werd in het prospectus een dochtervennootschap vermeld, terwijl deze niet tot het World Online-concern mocht worden gerekend. Verder werd verzuimd de prijs te vermelden waarvoor mevrouw Brink haar aandelen in World Online, die zij via een eigen vennootschap hield, circa drie maanden voor de beursgang had verkocht. Daarnaast heeft het internetbedrijf rond de beursgang een aantal suggestieve persberichten over bepaalde allianties uitgegeven en heeft mevrouw Brink een onjuiste indruk bij het publiek gewekt omtrent haar aandelenbezit ten tijde van de beursgang. Volgens de Hoge Raad dient een beursgenoteerde onderneming in het prospectus alle relevante informatie op te nemen die nodig is voor de belegger om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de onderneming, teneinde een verantwoorde beleggingsbeslissing te kunnen nemen, ook al is niet uitdrukkelijk (wettelijk)

voorgeschreven dat dergelijke informatie in het prospectus moet zijn opgenomen. Bij de beoordeling van welke informatie moet worden opgenomen moet de onderneming, naar de mening van de Hoge Raad, uitgaan van "een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger" (de zgn. 'maatman-belegger'). De Hoge Raad concludeert verder dat op de bank die een beursgang begeleidt "een gehoudendheid [rust] om voor zover dat binnen haar invloedssfeer ligt [...] te voorkomen dat bij potentiële beleggers een onjuist beeld van de uitgevende instelling ontstaat". De begeleidende banken bij de beursgang van World Online, ABN Amro en Goldman Sachs, hebben zich, naar de mening van de Hoge Raad, zich niet goed van deze taak gekweten. ABN Amro wordt verder onrechtmatig handelen verweten doordat de bank op de eerste handelsdag een misleidende, ruim boven de vastgestelde uitgifteprijs (43 euro) liggende openingskoers (50,20 euro) heeft bewerkstelligd. Met het arrest heeft de Hoge Raad willen bijdragen aan "een effectieve rechtsbescherming" van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus.

### Overige interessante zaken

- **AFM geeft meer duidelijkheid over 'acting in concert'**

De AFM vindt dat overleg tussen aandeelhouders over reguliere onderwerpen die tijdens een aandeelhoudersvergadering aan de orde komen niet als 'acting in concert' kwalificeert. Aan dergelijke vormen van overleg ligt, volgens de AFM, in de regel geen overeenkomst om een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid te voeren ten grondslag. Samenwerkende aandeelhouders hoeven in dat geval ook niet hun gezamenlijke belang bij de AFM te melden. Dat blijkt uit het herziene beleid over een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid ('acting in concert') dat de AFM op 20 november jl. heeft gepubliceerd. De AFM schrijft in het herziene beleid dat wel van acting in concert sprake kan zijn als de samenwerking gericht is op een onderwerp dat kan leiden tot een wijziging van de strategie van de beursgenoteerde onderneming, bijvoorbeeld door het gezamenlijk voordragen voor benoeming van één of meer bestuurders of

commissarissen. In een dergelijk geval kan de AFM aanleiding zien bij de betrokken partijen informatie op te vragen. Eumedion heeft in de afgelopen jaren verschillende malen bij de AFM aangedrongen meer guidance te geven onder welke omstandigheden aandeelhouders zodanig samenwerken dat zij hun gezamenlijke zeggenschapsbelang moeten melden.

- **Britse aandeelhoudersorganisaties stellen code voor institutionele beleggers op**

Britse institutionele beleggers hebben een eigen code opgesteld, waarin o.a. principes over engagement met beursgenoteerde ondernemingen en over onderlinge samenwerking zijn opgenomen. Het Institutional Shareholders' Committee (ISC), waarbinnen de Britse belangenorganisaties van pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders samenwerken, heeft op 16 november jl. de code openbaar gemaakt. De code bevat in totaal zeven principes, welke voorzien zijn van ondersteunende guidance. De institutionele beleggers die de code ondertekenen zullen hun beleid t.a.v. engagementactiviteiten met ondernemingen en hun eventuele belangenconflicten daarbij openbaar moeten maken. Ook wordt van de ondertekenaars verwacht dat zij 'escalatierichtlijnen' hebben wanneer de dialoog met de ondernemingen tot onvoldoende resultaat leidt. Tevens zullen de ondertekenaars de bereidheid moeten hebben om in voorkomende gevallen samen richting een onderneming op te trekken. Bij de code geldt de 'pas toe of leg uit'-regel: beleggers die bijvoorbeeld geen engagementactiviteiten verrichten dienen in het openbaar aan te geven waarom de betreffende codeprincipes voor hen niet relevant zijn. Van de ondertekenaars wordt verwacht dat zij de naleving door een externe accountant laten verifiëren. Het ISC roept niet alleen Britse institutionele beleggers op om de code te ondertekenen, maar ook buitenlandse institutionele beleggers.

- **Walker-rapport: Britse code voor institutionele beleggers officiële status geven**

De Financial Reporting Council (FRC), de Britse monitoring commissie corporate

governance code, moet de ISC Code voor institutionele beleggers (zie hierboven) aanwijzen als officiële code voor Britse institutionele beleggers en moet de naleving daarvan door institutionele beleggers monitoren. Deze aanbeveling doet Sir David Walker in zijn definitieve rapport over de corporate governance van financiële instellingen dat op 26 november jl. is gepubliceerd. Sir David Walker was in februari 2009 door de Britse regering gevraagd om de corporate governance van financiële instellingen onder de loep te nemen en om met aanbevelingen voor verbetering te komen. Walker vindt dat institutionele beleggers veel meer moeten gaan samenwerken en meer tijd en mankracht moeten vrijmaken voor het voeren van een dialoog met het bestuur van de ondernemingen waarin zij beleggen. Institutionele beleggers zouden ook transparanter moeten zijn of en op welke wijze zij engagementactiviteiten verrichten. Walker beveelt verder aan dat de Chairman van het bestuur jaarlijks herkozen moet worden en dat aandeelhouders zich hernieuwd moeten uitspreken over de benoeming van de voorzitter van de remuneratiecommissie wanneer het remuneratierapport de steun krijgt van minder dan 75 procent van de uitgebrachte stemmen. Niet-uitvoerende bestuurders zouden volgens Walker veel meer tijd moeten besteden aan de uitoefening van hun bestuurs- en toezichtstaken. Voorts wordt banken aanbevolen een risicocommissie in te stellen. De FRC en de Britse regering komen naar verwachting in december met een reactie op het rapport en de aanbevelingen.

- **Franse meldingsregels substantiële belangen uitgebreid naar cash settled financiële instrumenten**

Marktpartijen die een aandelenbelang van minimaal vijf procent in een Franse onderneming houden, moeten voortaan ook hun belang in cash settled equity swaps en in andere, vergelijkbare financiële instrumenten openbaar maken. Deze bepaling, uitgevaardigd door de Franse beurstoezichthouder AMF, is op 1 november jl. in werking getreden. Frankrijk is met deze regeling, na het Verenigd Koninkrijk, het tweede Europese land dat marktpartijen dwingt tot meer transparantie over

'synthetische constructies'. In afwijking van de Franse regeling, tellen de synthetische constructies in de Britse regeling mee bij het bepalen of een marktpartij een meldingsgrens voor substantiële belangen doorbreekt. Het Nederlandse ministerie van Financiën bereidt momenteel eenzelfde regeling als in het Verenigd Koninkrijk voor (zie Nieuwsbrief van september 2009).

- **Wetsvoorstel ter versterking aandeelhoudersrechten bij Amerikaanse Senaat ingediend**

Aandeelhouders van Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen krijgen binnenkort de mogelijkheid om een adviserende stem over het beloningsbeleid uit te brengen. Daarnaast krijgen zij de mogelijkheid om kandidaten voor het bestuur van Amerikaanse ondernemingen voor te dragen. Dit staat in het wetsvoorstel 'Restoring American Financial Stability Act of 2009' dat de voorzitter van de Bankencommissie van de Amerikaanse Senaat, Chris Dodd (Democraat, Connecticut) op 10 november jl. bij de Senaat heeft ingediend. Het 1136 pagina's tellende wetsvoorstel bepaalt ook dat de remuneratiecommissies van Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen onafhankelijk moeten zijn, dat het beloningsbeleid een zgn. 'claw back'-bepaling moet bevatten, dat een gewone meerderheid van de uitgebrachte stemmen in de aandeelhoudersvergadering volstaat om een kandidaat-bestuurder af te wijzen en dat ondernemingen moeten motiveren waarom de functies van 'CEO' en 'Chairman' door één dan wel door twee verschillende personen worden vervuld. Een soortgelijk wetsvoorstel werd reeds eerder bij het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden ingediend (zie Nieuwsbrief van mei 2009). Uiteindelijk zullen de wetsvoorstellen uit het Huis en uit de Senaat moeten worden samengevoegd, waarna de Amerikaanse president zijn handtekening er onder kan zetten. De Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen zijn fel tegen de hiervoor genoemde onderdelen van het wetsvoorstel.