

NIEUWSBRIEF

Maandelijkse uitgave, editie juli 2010

Nieuws van de Stichting

- **Eumedion voorstander van meer transparantie over substantiële shortposities**

Eumedion is voorstander van een Europese verplichting tot (publieke) openbaarmaking van substantiële (bruto) shortposities in Europese aandelen. Hierbij zou moeten worden aangesloten bij de drempels voor openbaarmaking van substantiële aandelenbelangen in de Europese Transparantierichtlijn. Dit schrijft Eumedion in haar reactie van 9 juli jl. op de consultatie van de Europese Commissie over maatregelen tegen short selling. Eumedion is geen voorstander van het voornemen om partijen te verplichten netto shortposities met een omvang van ten minste 0,5 procent openbaar te maken. Volgens Eumedion zou met een dergelijke openbaarmakingsplicht bij zo'n lage drempel beleggingsstrategieën van een specifieke belegger zichtbaar kunnen worden, hetgeen de concurrentiekracht van de betreffende belegger kan aantasten. Eumedion kan zich wel voorstellen dat bepaalde netto shortposities bij de publieke toezichthouder moeten worden gemeld. Een dergelijke melding zou echter niet openbaar moeten worden gemaakt. Eumedion maakt in de brief duidelijk dat slechts in uitzonderlijke omstandigheden toezichthouders short selling tijdelijk zouden mogen beperken of verbieden, teneinde financiële markten te kalmeren. Eumedion is er tegen deze achtergrond geen voorstander van om het zgn. naked short selling (het verkopen van effecten zonder ze te bezitten of ingeleend te hebben) aan dermate permanent strenge restricties te onderwerpen dat deze vorm van short selling de facto verboden is. De gehele reactie is te downloaden via:

http://www.eumedion.nl/page/downloads/Response_EC_consultation_short_selling.pdf

- **Eumedion tegen het vrijstellen van kleine beursondernemingen van verplichtingen richtlijn marktmisbruik**

Eumedion vindt niet dat de kleinere beursgenoteerde ondernemingen moeten worden vrijgesteld van de huidige verplichting tot het onverwijld publiceren van koersgevoelige informatie. Eumedion schrijft dit in haar reactie van 22 juli jl. op de consultatie van de Europese Commissie inzake de herziening van de Europese richtlijn betreffende marktmisbruik. In dit document toont de Europese Commissie zich voorstander van een dergelijke vrijstelling. Eumedion wijst er in haar reactie op dat bij kleinere beursgenoteerde ondernemingen het risico van marktmanipulatie en van handel met voorwetenschap in het algemeen vrij groot is, vanwege o.a. de veelal lage liquiditeit van de aandelen. Juist ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders is het volgens Eumedion van het grootste belang dat alle financiële marktpartijen op hetzelfde moment worden geïnformeerd over het (financiële) reilen en zeilen van de onderneming. Eumedion schrijft in de reactie verder dat in de Europese richtlijn duidelijker moet worden bepaald onder welke omstandigheden een beursgenoteerde onderneming de publicatie van koersgevoelige informatie mag uitstellen. Eumedion vindt in ieder geval dat wanneer een beursgenoteerde onderneming besluit tot uitstel van publicatie, dit aan de toezichthouder dient te worden gemeld. Deze kan dan beter monitoren of op een gegeven moment de koersbewegingen dusdanig zijn dat de betreffende informatie wel moet worden gepubliceerd dan wel dat de handel in het betreffende aandeel moet worden geschorst. De gehele reactie kan worden gedownload via:

http://www.eumedion.nl/page/downloads/Response_EC_consultation_MAD_DEF.pdf

- **Aanpassing biedingsregels had volgens Eumedion ambitieuzer gekund**

Eumedion is gematigd positief over de voorstellen van het ministerie van Financiën om de regels voor openbare biedingen te wijzigen, maar vindt ook dat meer ambitie had gemogen. Eumedion vindt het namelijk teleurstellend dat voor twee belangrijke problemen rondom openbare biedingen, waarvoor vorig jaar regelgeving is aangekondigd, nog geen voorstellen zijn gedaan. Dit schrijft Eumedion in haar commentaar van 26 juli jl. op het consultatiedocument van het ministerie betreffende de wijziging van de biedingsregels. Eumedion had verwacht dat het ministerie met voorstellen zou zijn gekomen om het begrip 'acting in concert' te verduidelijken en om de vrijstelling van het verplichte bod voor 'vrijwillige' biedingen te beperken tot biedingen waarbij ten minste de zgn. billijke prijs wordt betaald. Verder zou Eumedion het op prijs stellen als de wetgever op korte termijn maatregelen treft ter verhoging van de bescherming van de positie van de minderheidsaandeelhouders nadat een openbaar bod is geslaagd. Uit het commentaar blijkt verder dat Eumedion het ministerie steunt t.a.v. de introductie van een zgn. 'put up or shut up'-bevoegdheid voor de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en het schrappen van de beperking om de biedprijs slechts eenmaal te mogen verhogen. Daarentegen keert Eumedion zich tegen de voorgestelde versoepeling van de zgn. 'certainty of funds'-verplichting bij het aankondigen van een openbaar bod en tegen de voorgestelde versoepeling van de mogelijkheid om bij besluit van de aandeelhoudersvergadering een partij vrij te stellen van de biedplicht. Nu is daarvoor een stemmeerderheid nodig van 95% van de 'externe' aandeelhouders; het ministerie wil deze drempel verlagen naar 75%. Volgens Eumedion krijgen daardoor steeds meer minderheidsaandeelhouders niet de mogelijkheid op een reële exit geboden. Het gehele commentaar is te downloaden via: http://www.eumedion.nl/page/downloads/Consultatie_Bob_DEF.pdf

- **Eumedion herhaalt bezwaren tegen wetsvoorstel Frijns**

Eumedion houdt bezwaren tegen het wetsvoorstel ter implementatie van het

advies van de Commissie Frijns uit mei 2007 over de rol van aandeelhouders. Dit schrijft Eumedion in een brief van 9 juli jl. aan de Tweede Kamer. Zoals bekend vindt Eumedion het voorstel dat elke aandeelhouder met een belang van minimaal drie procent in een beursgenoteerde onderneming moet melden of hij al dan niet bezwaar heeft tegen de strategie van de onderneming het meest bezwaarlijk. Eumedion wijst in de brief van 9 juli jl. er op dat een dergelijke 'strategiemelding' niet in de pas loopt met een mogelijke aanstaande Europese verplichting tot een 'intentiemelding' voor grootaandeelhouders. "Het binnen afzienbare termijn tweemaal wijzigen van de meldingssystemen zadelt institutionele beleggers onnodig met hogere administratieve lasten op", aldus Eumedion. De gehele brief is te downloaden via: http://www.eumedion.nl/page/downloads/Brief_nader_verslag_wetsvoorstel_Frijns.pdf

Uit het bestuur

Tijdens de vergadering van het Algemeen bestuur van 9 juli jl. werd o.a. het commentaar op de Europese consultatie betreffende short selling vastgesteld. Daarnaast werd het Europees groenboek over corporate governance in financiële instellingen besproken, alsmede het Eumedion-symposium 2010.

Activiteiten Commissies

- De **Werkgroep Gedragsprincipes** had op 7 juli jl. zijn eerste vergadering. De werkgroep besprak mogelijke principes waaraan Eumedion-deelnemers aan zouden kunnen voldoen. De principes en bepalingen uit de Britse Stewardship Code werden hierbij betrokken.

Komende activiteiten

- **27 augustus 2010, Vergadering Dagelijks bestuur.** Het Dagelijks bestuur vergadert o.a. over het Eumedion-commentaar op het Europese groenboek corporate governance van financiële instellingen en het financieel halfjaarbericht van Eumedion.

Nieuws uit Den Haag

- **Kabinet positief tegenover eventuele initiatieven tot opstellen van code voor institutionele beleggers**

Het kabinet staat positief tegenover eventuele initiatieven van institutionele beleggers om een eigen code op te stellen. Of institutionele beleggers verplicht zouden moeten worden een code na te leven, hangt mede af van het draagvlak in de samenleving en de wijze van monitoring. Dit schrijft het kabinet in zijn reactie van 23 juli jl. op het Europese groenboek corporate governance bij financiële instellingen. In het groenboek vraagt de Europese Commissie o.a. of institutionele beleggers zouden moeten voldoen aan een code of best practices (zie Nieuwsbrief van juni 2010). In de reactie onderschrijft het kabinet het belang van het bevorderen van betrokkenheid van aandeelhouders bij de financiële instellingen. "Aandeelhouders die voor langere tijd betrokken zijn bij de vennootschap kunnen positief bijdragen aan het beleid van de vennootschap en kunnen tevens voor stabiliteit zorgen", aldus het kabinet. Het uitgangspunt van het kabinet is dat het primair een zaak van vennootschappen zelf is om te kijken of en hoe zij aandeelhouders aan zich willen binden. Het kabinet schrijft verder dat het in algemene zin het initiatief van de Commissie om te kijken naar de corporate governance van financiële instellingen verwelkomt. Bij de beoordeling van de verschillende initiatieven zal het kabinet binnen de EU inzetten op "een gelijk speelveld waar dit nodig is met een wisselwerking van regulering enerzijds en zelfregulering mét een effectief stelsel van monitoring anderzijds (dus en/en en niet of/of)". Het kabinet maakt echter niet duidelijk voor welke onderwerpen het voor regulering kiest en voor welke onderwerpen zelfregulering.

- **PvdA blijft tegen verhoging drempel agenderingsrecht voor aandeelhouders**

De PvdA-fractie in de Tweede Kamer blijft tegen het kabinetsvoorstel om de drempel voor het agenderingsrecht voor aandeelhouders te verhogen van 1 naar 3 procent van het geplaatste kapitaal. Dit blijkt uit het nader verslag van de Tweede Kamer van 15 juli jl. bij het wetsvoorstel ter

implementatie van het advies van de Commissie Frijns over de rol van aandeelhouders. Volgens de PvdA is dit voorstel geen verbetering, maar een verslechtering van de checks and balances binnen de beursgenoteerde ondernemingen, aangezien de verhoging er volgens de sociaaldemocraten mogelijk toe zal leiden dat aandeelhouders in de praktijk in het geheel geen gebruik meer kunnen maken van het agenderingsrecht. De PvdA vraagt het kabinet of het denkbaar is dat de ondernemingsraad (OR) agenderingsrecht krijgt of dat het "oude" kapitaal criterium voor aandeelhouders blijft gelden in het geval het agenderingsverzoek ook de steun heeft van de OR. Uit het nader verslag blijkt verder dat de PvdA- en CDA-fractie voorstander zijn van een uitbreiding van de reikwijdte van de meldingsplicht voor substantiële aandelenbelangen met economische long posities, zoals contracts for difference. De VVD-fractie stelt in het nader verslag veel (praktische) vragen over het kabinetsvoorstel om beursgenoteerde ondernemingen de mogelijkheid te geven hun aandeelhouders te identificeren. Verder wil de VVD weten of bij de voorbereiding van het wetsvoorstel rekening is gehouden met de wijze waarop andere Europese landen hun corporate governance wetgeving hebben ingericht. Het is de verwachting dat het kabinet in het najaar de antwoorden op de vragen naar de Tweede Kamer stuurt.

- **Tweede Kamer kritisch over wetsvoorstel ter vereenvoudiging overnames financiële instellingen**

De Tweede Kamer is uiterst kritisch over het wetsvoorstel dat bepaalt dat bij een toets van een voorgenomen deelneming of overname van een financiële instelling geen afwegingen van politieke of beleidsmatige aard mogen worden betrokken. Dit blijkt uit het verslag van de Tweede Kamer van 12 juli jl. bij het wetsvoorstel ter implementatie van de zgn. Antonveneta-richtlijn. De richtlijn, die al op 21 maart 2009 in de Nederlandse wet- en regelgeving had moeten zijn geïmplementeerd, benadrukt dat het onwettig en onwenselijk is dat politieke of beleidsmatige afwegingen worden betrokken in het toezicht op de financiële sector, dat enkel gericht dient te zijn op de soliditeit daarvan. De Tweede Kamerfracties van de VVD, PvdA, CDA en

SP vragen zich af of bij het opstellen van de richtlijn wel voldoende rekening is gehouden met de ontwikkelingen die zich vanaf september 2008 in de financiële sector hebben voorgedaan. Daarnaast vraagt de Tweede Kamer zich af of het kabinet wel voldoende rekening heeft gehouden met de eerdere wens van de Kamer voor een meer politieke toets door de minister van Financiën van een eventuele fusie of overname van een Nederlandse financiële instelling. De Tweede Kamer vindt dat er een rol is voor een toets die zich toespitst op de mogelijke (negatieve) gevolgen van een fusie of overname voor de belastingbetaler. De fracties vragen zich verder af hoe de minister van Financiën nog politieke verantwoordelijkheid kan nemen als er maatschappelijke en politieke beroering ontstaat over een overname van een financiële instelling. Het is nog niet bekend of het huidige demissionaire kabinet de vele vragen van de Tweede Kamer nog zal (willen) beantwoorden.

- **NIVRA en NOvAA gaan fuseren**

Het Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA) en de Nederlandse Orde van Accountants-Administratieconsulenten (NOvAA) worden samengevoegd tot één Nederlandse beroepsorganisatie van accountants. Dit staat in een ontwerp-wetsvoorstel dat het ministerie van Financiën op 19 juli jl. ter consultatie aan marktpartijen heeft voorgelegd. Het initiatief tot de fusie is genomen door beide beroepsorganisaties gezamenlijk. Met de fusie beogen de accountantsberoepsorganisaties één krachtige, publiekrechtelijke, beroepsorganisatie te vormen die diensten verleent t.b.v. een pluriform accountantsberoep. Tezamen met de beroepsorganisaties worden ook de afzonderlijke registers voor registeraccountants (RA's) en accountants-administratieconsulenten (AA's) samengevoegd tot één accountantsregister. In het verlengde daarvan worden de titels RA en AA op termijn vervangen door de nieuwe titel 'accountant'. De inhoudelijke en praktische verschillen tussen RA's en AA's waren de afgelopen jaren al vrijwel verdwenen. Belanghebbenden hebben tot 6 september a.s. de tijd om te reageren op het conceptwetsvoorstel.

Nieuws uit Brussel

- **Europees Parlement en Ecofin Raad stemmen met strengere regels voor bankiersbonussen**

Maximaal 20 tot 30 procent van een bonus voor bankmedewerkers die een "materieel effect hebben op het risicoprofiel van die bank" mag nog in één keer in cash worden uitbetaald. De uitkering van tussen de 40 en 60 procent van de bonus moet voor ten minste drie jaar worden uitgesteld en afhankelijk worden gesteld van lange termijndoelstellingen. Bovendien moet ten minste de helft hiervan worden betaald in voorwaardelijk kapitaal en aandelen. Dit staat in de eindversie van de gewijzigde Europese richtlijn kapitaaltoereikendheid die het Europees Parlement tijdens zijn plenaire zitting van 7 juli jl. in Straatsburg heeft aangenomen. In de gewijzigde richtlijn staat ook dat de hoogte van de bonus van een bankmedewerker moet worden gemaximeerd als percentage van het vaste salaris. De richtlijn schrijft echter niet voor hoe hoog dit percentage mag zijn. Voor banken die overheidssteun ontvangen gelden nog strengere beloningsregels. Deze banken mogen hun bestuurders geen variabele beloning toekennen en het totale beloningspakket van een bestuurder mag niet hoger zijn dan 500.000 euro. De Raad van ministers van Economische Zaken en Financiën (Ecofin) heeft het gewijzigde richtlijnvoorstel in zijn vergadering van 13 juli jl. goedgekeurd. De regels m.b.t. de bonussen worden naar verwachting in januari 2011 van kracht. Mede in verband hiermee heeft de Britse financieel toezichthouder FSA op 29 juli jl. een consultatiedocument gepubliceerd waarin wordt voorgesteld de Britse beloningscode voor de financiële sector geheel in lijn te brengen met de nieuwe Europese regels. De aangepaste Britse code moet op 1 januari 2011 in werking treden.

- **Europees Hof van Justitie acht gouden aandelen van Portugese Staat in Portugal Telecom onwettig**

De bijzondere zeggenschapsrechten van de Portugese Staat op de 500 preferente aandelen die zij in Portugal Telecom (PT) houdt zijn onwettig. Dit heeft het Europees Hof van Justitie op 8 juli jl. bepaald in een zaak die door de Europese Commissie

tegen de Portugese Staat was aangespannen. De preferente aandelen geven de Portugese Staat o.a. vetorecht t.a.v. het vervreemden van belangrijke deelnemingen van het Portugese telefoonbedrijf. Portugal gebruikte deze bevoegdheid recentelijk om het Spaanse Telefónica ervan te weerhouden PT uit te kopen uit de Braziliaanse joint venture Brasilcel, houder van 60 procent van de aandelen Vivo – de grootste aanbieder van mobiele telefonie in Brazilië. Het Europees Hof van Justitie vindt dat het houden door de Portugese Staat van de desbetreffende preferente aandelen een beperking vormt van het vrij verkeer van kapitaal binnen de EU. Een dergelijke inbreuk is verboden, tenzij het algemeen belang van Portugal in het geding zou zijn. Volgens het Hof heeft Portugal onvoldoende gemotiveerd wat die dwingende redenen van algemeen belang in dit geval zijn. Portugal heeft aangekondigd de betreffende bepalingen in de statuten van PT aan te passen, zodat zij “volledig in lijn zijn met de Europese regelgeving”. Telefónica heeft inmiddels na drie verhogingen van de biedprijs met PT overeenstemming bereikt over de overname van het PT-deel in Brasilcel.

Ondernemingsnieuws

- **Hoge Raad: RvC niet verplicht te bemiddelen bij conflicten tussen bestuur en aandeelhouders**

De raad van commissarissen (RvC) heeft geen verplichting om een bemiddelende rol te vervullen bij conflicten tussen bestuur en aandeelhouders. De RvC is dienaangaande aan de aandeelhouders ook geen verantwoording verschuldigd. Dit heeft de Hoge Raad op 9 juli jl. bepaald in de cassatiezaak rond ASM International (ASMI). ASMI verzocht de Hoge Raad de beschikking van de Ondernemingskamer (OK) van augustus 2009 tot het instellen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de chipmachinefabrikant te vernietigen. De Hoge Raad heeft ASMI hierin in het gelijk gesteld en heeft de zaak terugverwezen naar de OK. De Hoge Raad heeft vrijwel alle inhoudelijke gronden van de OK om een onderzoek in te stellen verworpen. Bovendien komt de Hoge Raad tot het harde oordeel dat de conclusie van de OK (vrijwel) uitsluitend was gebaseerd op de stellingen van de verzoeker tot het

onderzoek Hermes, “zonder dat zij kenbaar rekening heeft gehouden met hetgeen van de zijde van ASMI hiertegen is ingebracht”. De OK was in 2009 van oordeel dat de RvC van ASMI tekort schoot in de bemiddeling bij een conflict tussen het ASMI-bestuur en aandeelhouders Hermes en Fursa die toentertijd al 3,5 jaar duurde. Volgens de Hoge Raad volgt uit de wettelijke taakopdracht van de RvC echter niet dat de RvC een dergelijke bemiddelingsplicht heeft. De Hoge Raad vindt dat de RvC de vrijheid moet hebben “om van geval tot geval een afweging te maken of rechtstreeks contact met de aandeelhouders en/of bemiddeling tussen aandeelhouders en bestuur wenselijk is in het belang van de vennootschap”. De Hoge Raad deed verder de stelling van de OK dat de externe aandeelhouders van ASMI (zoals Hermes) nauwelijks invloed op het beleid van ASMI hebben kunnen uitoefenen af als “blijk geven van een onjuiste rechtsopvatting”. Het is namelijk aan het bestuur, onder toezicht van de RvC, om te beoordelen of, en in hoeverre, het wenselijk is over de strategie en het beleid in overleg te treden met externe aandeelhouders. De Hoge Raad bevestigde hiermee de ‘ABN AMRO-beschikking’ uit 2007 dat de te volgen ondernemingsstrategie in beginsel een aangelegenheid van het bestuur is. De Hoge Raad heeft verder bepaald dat de beschermingsstichting van ASMI door het enkele optrekken van de beschermingsconstructie (met als gevolg dat zij grootaandeelhouder werd) niet direct kwalificeert als “medebeleidsbepaler” van ASMI. De stichting kan in dat geval ook geen onderwerp van het enquêterecht en dus het onderzoek zijn.

- **Ondernemingskamer gelast enquête naar gang van zaken bij handelshuis Van der Moolen**

De OK heeft op 5 juli jl. een onderzoek gelast naar mogelijk wanbeleid rond het faillissement van Van der Moolen in september 2009. Volgens de OK zijn genoeg gronden aanwezig om te twijfelen aan een juist beleid. De OK karakteriseert het beleid sinds de overname van Curvalve Beheer door Van der Moolen in 2005 en sinds de komst van voormalig bestuursvoorzitter Den Drijver als “zwalkend”. Projecten en leningen misten

volgens de OK een “deugdelijke analyse” of een “planmatige aanpak”. Daarnaast werden “diverse waarschuwingssignalen t.a.v. de liquiditeit” door de ondernemingsleiding van Van der Moolen “niet op adequate wijze aangepakt”. Voorts twijfelt de OK aan een adequate governance bij het voormalige handelshuis. Zo heeft de onderneming ruim een jaar lang, in strijd met haar statuten, een eenhoofdig bestuur gehad. “In het bijzonder het langdurig ontbreken van een CFO valt [...] als een ernstig tekort aan te merken”, aldus de OK. Verder heeft de RvC vanaf augustus 2007 uit drie en vanaf mei 2008 uit twee leden bestaan, hetgeen in strijd was met het eigen reglement waarin stond dat de RvC ten minste vijf leden zou moeten tellen. De tekortschietende samenstelling van de RvC roept, volgens de OK, de vraag op of de raad nog wel berekend was op zijn toezichthoudende taak. Ook de verstoorde verhouding tussen de (voorzitter van de) RvC en het bestuur in de zomer van 2007 en die tussen sleutelfunctionarissen op het gebied van IT, Legal en Compliance en het bestuur roept volgens de OK vragen op. De twee enquêteurs (Sietze Hepkema en Kees Scholtes) hebben een bedrag van maximaal 100.000 euro ter beschikking om het onderzoek uit te voeren.

- **Enquêtezaak tegen KPNQwest wordt voortgezet**

Het onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van KPNQwest wordt niet beëindigd. Dit heeft de OK op 5 juli jl. besloten n.a.v. een verzoek van de VEB om het onderzoek stop te zetten. De VEB was oorspronkelijk één van de verzoekers van de enquête naar het faillissement van de glasvezelexploitant in 2002. Dit verzoek werd in december 2006 door de OK ingewilligd. De VEB bereikte in juni 2010 echter overeenstemming met KPNQwest over een financiële tegemoetkoming van 19 miljoen euro voor 5500 bij de VEB aangesloten gedupeerde beleggers. Voorwaarde daarbij was dat de enquête zou worden beëindigd. De OK stelt echter dat een enquêteprocedure – in beginsel – niet meer kan worden beëindigd doordat de verzoeker tot het houden van die enquête zijn oorspronkelijke verzoek intrekt. De OK oordeelt dat in het onderhavige geval het belang van de VEB niet opweegt tegen het maatschappelijk belang, daaronder

begrepen de belangen van het beleggend publiek, en het belang van de curatoren van KPNQwest. Deze ‘stakeholders’ hebben er, volgens de OK, belang bij dat er openheid van zaken wordt gegeven en, zo mogelijk, verantwoordelijkheden worden vastgesteld. Daarbij heeft de OK mede in aanmerking genomen dat het onderzoek reeds substantieel is gevorderd en betaling van de kosten van het onderzoek voldoende is verzekerd. De OK heeft het bedrag dat het onderzoek ten hoogste mag kosten zelfs verhoogd van 500.000 naar 750.000 euro.

- **Oranjewoud stelt RvC in**

Advies- en ingenieursbureau Oranjewoud stelt binnenkort een vierkoppige RvC in. Oranjewoud doet dit voorstel mede in het kader van de voorgenomen overname van NS-dochter Strukton Groep, welke op 23 juli jl. werd aangekondigd. Oranjewoud is momenteel de enige Nederlandse beursgenoteerde onderneming die geen RvC heeft ingesteld (hoewel de statuten hiertoe al wel verplichten). De onderneming wordt momenteel gedomineerd door de heer Sanderink, die enig bestuurder is en tevens houder van 90,4 procent van de aandelen. Als gevolg van de overname en de daarmee gepaard gaande aandelenemissie zal zijn belang verwateren naar ongeveer 67 procent en zal de aandeelhoudersbasis dienovereenkomstig worden verbreed. In ieder geval zal Project Holland Fonds één van de nieuwe grootaandeelhouders worden (ongeveer 10 procent). Oranjewoud stelt tevens voor haar aandelenstructuur te vereenvoudigen door haar aandelen B om te zetten in aandelen A, waardoor in de toekomst slechts één soort aandelen zal uitstaan. Oranjewoud zal binnenkort een buitengewone aandeelhoudersvergadering beleggen om de voorgenomen besluiten te bekrachtigen.

Overige interessante zaken

- **NIVRA: risicomanagement verzekeraars nog te vaak theoretisch toegepast**

Het risicomanagement van verzekeraars lijkt te vaak meer gericht op het toepassen van risicomodellen dan op het daadwerkelijk managen van risico's vanuit de basisfunctie van een verzekeraar. De relatie met zaken als de risicocultuur en het risicoprofiel in de strategische overwegingen wordt nog te

weinig gelegd en het denken in scenario's is nog te beperkt ontwikkeld. Afhankelijk van de omvang van de verzekeraar kan er ook nog sprake zijn van verzuiling van risicomangement in de organisatie. Dit stelt accountantsberoepsorganisatie NIVRA in haar eerste 'collectieve management letter' voor de verzekeringssector, die op 1 juli jl. is gepubliceerd. De collectieve management letter heeft tot doel belangrijke risico's op brancheniveau te signaleren. Het NIVRA signaleert in de collectieve management letter ook dat de meeste verzekeraars een veelheid aan verschillende, veelal verouderde, IT-systemen kennen. Daardoor is het proces van informatievoorziening op geaggregeerd niveau complex, hetgeen extra aandacht vraagt voor de beheersing van de informatievoorziening. Bovendien beperkt dit de innovatie van een verzekeraar. In relatie tot de snelle veranderingen in de omgeving van verzekeraars kan dit leiden tot een gebrek aan adaptief vermogen, aldus het NIVRA. De bevindingen wijzen volgens het NIVRA op belangrijke uitdagingen voor de verzekeraars, vooral op het terrein van risicomangement. Het NIVRA zal in de toekomst ook andere sectoren onder de loep nemen.

- **Toezichthouders hebben vermoedens van marktmisbruik bij claimmissies in 2009**

Manipulatie van openings- en slotveilingen van claims door het inleggen van zgn. schijnorders tijdens de looptijd van zgn. claimmissies is strafbaar. Dit hebben de toezichthouders op de beurzen van Nederland, België, Frankrijk en Portugal duidelijk gemaakt in een gezamenlijke leidraad m.b.t. marktmanipulatie die op 26 juli jl. is gepubliceerd. In de leidraad geven de toezichthouders aan vermoedens te hebben dat handelaren in 2009 de koersen van bepaalde claims hebben gemanipuleerd. De manipulatie vond waarschijnlijk plaats door een grote order die eerder was ingelegd vlak voor het opmaken van de openings- of slotkoers terug te trekken. De inlegorder had toen al effect gehad op de koers van de claim. Dit handelsgedrag is volgens de toezichthouders aan te merken als "een overschrijding van de grens tussen (legitieme) arbitrage en marktmanipulatie".

Volgens de toezichthouders is de leidraad geen nieuwe wet- of regelgeving; zij is in overeenstemming met de 'guidance' m.b.t. de Europese Marktmisbruiklijn van de Europese koepel van beurstoezichthouders CESR.

- **FRC stelt definitieve Britse code voor institutionele beleggers vast**

De Financial Reporting Council (FRC), de Britse evenknie van de Commissie Streppel, heeft op 2 juli jl. de definitieve versie van 'The UK Stewardship Code' voor institutionele beleggers vastgesteld. De tekst van de definitieve code is in vergelijking met die van de conceptcode van januari 2010 (zie Nieuwsbrief van januari 2010) nauwelijks gewijzigd. De code bevat in totaal zeven principes over de inrichting van de engagement tussen institutionele beleggers en beursgenoteerde ondernemingen. De principes worden begeleid met 'ondersteunende guidance'. Op grond van de code wordt van institutionele beleggers verwacht zij hun beleid t.a.v. engagementactiviteiten met ondernemingen en de eventuele belangenconflicten daarbij openbaar maken. Ook wordt van de institutionele beleggers verwacht dat zij 'escalatierichtlijnen' hebben wanneer de engagement met de ondernemingen tot onvoldoende resultaat leidt. Tevens zullen vermogensbeheerders, pensioenfondsen en verzekeraars de bereidheid moeten hebben om in voorkomende gevallen samen richting een onderneming op te trekken en zullen zij hun stemgedrag moeten openbaren. De FRC vraagt alle Britse institutionele beleggers om voor eind september 2010 op hun website aan te geven in hoeverre de principes uit de code worden of zullen worden nageleefd. De Britse financieel toezichthouder FSA is op 6 juli jl. een consultatie gestart om Britse vermogensbeheerders via de 'pas toe of leg uit'-regel hiertoe wettelijk te verplichten. De FRC roept buitenlandse institutionele beleggers in Britse beursgenoteerde ondernemingen ook op om de code na te leven. Buitenlandse beleggers zouden eventueel de 'leg uit'-optie kunnen gebruiken om aan te geven dat zij nationale dan wel internationale standaarden op het terrein van aandeelhoudersverantwoordelijkheden volgen. Ook stemadviesbureaus zouden de voor hen

relevante principes zoveel mogelijk moeten volgen. De FRC zal de naleving van de code vanaf eind 2011 monitoren. De FRC zal tegen die tijd waarschijnlijk zijn gefuseerd met de UK Listing Authority, zoals voorgesteld door het Britse ministerie van Financiën op 26 juli jl. De Treasury wil dat er één Britse 'companies regulator' ontstaat.

- **Ierland krijgt eigen corporate governance code**

De Ierse Effectenbeurs wil dat Ierland een eigen corporate governance code krijgt. Dit blijkt uit een consultatiedocument over de invoering van een eigen code dat de Irish Stock Exchange (ISE) op 1 juli jl. heeft gepubliceerd. Tot nu toe was de Britse corporate governance code ook van toepassing op de Ierse beursgenoteerde ondernemingen. De 'pas toe of leg uit'-regel bij deze code is geïmplementeerd in de noteringsregels van de Ierse Effectenbeurs. De ISE wil af van de automatische toepassing van de Britse code, omdat de beurs een eigenstandig oordeel wil vellen over de wenselijkheid van toepassing van wijzigingen in de Britse code voor Ierse beursgenoteerde ondernemingen. Daarnaast hebben, volgens de ISE, buitenlandse beleggers soms de indruk dat de corporate governance structuur onder de (wereld)maat is omdat Ierland geen eigen corporate governance code heeft. ISE stelt in het consultatiedocument voor om de tekst van de nieuwe Britse code te kopiëren, aangevuld met 'eigen' principes. Zo stelt ISE voor strengere eisen te stellen aan de 'leg uit'-motivering en moeten Ierse beursgenoteerde ondernemingen meer verantwoording afleggen over o.a. de omvang en de structuur van het bestuur, de deskundigheden van de individuele bestuurders, de werkzaamheden van de verschillende commissies en de uitkomsten van de evaluatie van het functioneren van het bestuur. De consultatietermijn sluit op 13 augustus a.s. Het is de bedoeling dat de Ierse code in het najaar van 2010 in werking treedt.

- **SEC consulteert over voorstellen om stemproces te verbeteren**

Het proces van stemmen op aandeelhoudersvergaderingen van Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen moet betrouwbaarder en

transparanter worden. Daarnaast moet de communicatie tussen de Amerikaanse ondernemingen en hun beleggers verbeteren en zou 'empty voting' op zijn minst transparant moeten worden gemaakt of ontmoedigd. Dit zijn de doelstellingen van een uitgebreid consultatiedocument over het Amerikaanse stemproces dat de Amerikaanse beurstoezichhouder SEC op 14 juli jl. heeft gepubliceerd. De SEC vraagt in het consultatiedocument belanghebbenden o.a. of het voorkomt dat meer dan wel minder stemmen worden uitgebracht op het aantal aandelen dat een partij houdt ("over- dan wel undervoting"). De SEC vraagt in het document verder of het wenselijk is een verplichting voor effectenintermediairs en ondernemingen in te voeren om op aanvraag alle partijen in de 'stemketen' te bevestigen dat steminstructies zijn aangekomen respectievelijk de stemmen geldig in de aandeelhoudersvergadering zijn uitgebracht. Voorts vraagt de SEC zich af of de AVA-agenda ruimer voor de stemregistratiedatum zou moeten worden gepubliceerd, zodat beleggers eventueel uitgeleende aandelen nog kunnen terughalen teneinde hierop zelf te stemmen. De SEC wil ook de gevoelens van belanghebbenden vernemen op haar voorstel om beleggingsinstellingen te verplichten bekend te maken op hoeveel aandelen zij hebben gestemd (en niet alleen hoe op de aandelen is gestemd). Belanghebbenden kunnen verder reageren op een mogelijk voorstel om Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen de mogelijkheid te geven al hun aandeelhouders te identificeren. De SEC oppert in het consultatiedocument verder het voorstel om mogelijke belangenconflicten bij stemadviesbureaus te reguleren en om deze bureaus te verplichten transparant te maken welke criteria en procedures zij hanteren bij het opstellen van hun stemadviezen. Tot slot lanceert de SEC nog een aantal ideeën om 'empty voting' transparant te maken dan wel te ontmoedigen. Eén van de voorstellen is dat alleen partijen die long in aandelen zitten het stemrecht mogen uitoefenen dan wel dat alleen op de netto longpositie mag worden gestemd. Belanghebbenden hebben 90 dagen de tijd om te reageren op alle geopperde voorstellen en ideeën. De SEC bekijkt daarna of daadwerkelijk regelgevende initiatieven worden genomen.