

## MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE

**Onderwerp:** Reacties op vragenlijst inzake de rol van de aandeelhouders

**Datum:** 3 augustus 2006

### Inleiding

- In april 2006 heeft de Monitoring Commissie - met medewerking van VEUO en Eumedion - aan Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen en aan beleggers in deze ondernemingen een vragenlijst voorgelegd inzake de rol van aandeelhouders bij beursgenoteerde ondernemingen.
- De vragenlijst ziet op de bepalingen van de Code onder hoofdstuk 4, de aandachtspunten in het eerste rapport van de Monitoring Commissie en de onder invloed van de Code en wetgeving gewijzigde verhoudingen tussen de vennootschap en de aandeelhouders.
- De vragenlijst is onderverdeeld in zes thema's, namelijk:
  - Informatie over aandeelhouders
  - Informatievoorziening aan aandeelhouders
  - Dialoog met individuele aandeelhouders voorafgaand aan de AVA
  - Dialoog met aandeelhouders in de AVA
  - Institutionele beleggers
  - Beschermingsconstructies en de governance van administratiekantoren
- In totaal zijn 38 reacties ontvangen. Hiervan zijn 32 afkomstig van ondernemingszijde, onderverdeeld in 13 AEX, 7 AMX en 12 overige fondsen, waarvan één niet in Nederland aan de beurs is genoteerd. Van beleggerszijde zijn 6 reacties ontvangen, waaronder reacties van de VEB en van Eumedion.
- Vanwege het open karakter van de vragen is er door de meeste respondenten een open antwoord gegeven. Met het oog op de overzichtelijkheid zijn de antwoorden voor zover mogelijk in verschillende categorieën ingedeeld en hier en daar geparafraseerd.

## Hoofdbevindingen

### *Aandeelhouders*

- Een krappe meerderheid van ondernemingen is niet bekend met zijn aandeelhouders. Dit komt de communicatie met aandeelhouders door de onderneming niet ten goede. Ook kennen de aandeelhouders zelf niet alle mede-aandeelhouders. De helft van de ondernemingen geeft aan graag alle aandeelhouders te kennen. 30 % van de ondernemingen geeft aan dat het kennen van aandeelhouders zich kan beperken tot het kennen van de relevante aandeelhouders. Slechts 20% van de ondernemingen geeft aan dat het niet nodig is de (relevante) aandeelhouders te kennen.
- Het buitenlandse aandelenbezit is hoog. Ook kleine ondernemingen kennen een groot deel buitenlandse aandeelhouders (vaak meer dan de helft is buitenlands).
- Meeste aandeelhouders in ondernemingen zijn institutionele beleggers (IB'ers). Daarnaast zijn de meeste aandeelhouders afkomstig uit het buitenland. De grootste groep aandeelhouders in Nederlandse genoteerde ondernemingen is overigens nog steeds afkomstig uit Nederland (34%). Bij de AEX-fondsen is de grootste groep aandeelhouders afkomstig uit Continentaal Europa (26%).

### *Informatievoorziening aan aandeelhouders*

- Een ruime meerderheid van de ondernemingen meent dat de informatievoorziening aan aandeelhouders buiten de aandeelhoudersvergadering (AVA) adequaat is. Dit geschiedt onder meer via de website, persberichten, roadshows, één op één gesprekken. Een aantal ondernemingen meldt dat aandeelhouders meer informatie eisen, dan wel zich assertiever opstellen. Beleggers geven aan behoefte te hebben aan meer informatie.
- Een aanzienlijk deel van ondernemingen zegt obstakels te ondervinden bij de informatievoorziening aan aandeelhouders. Het meest genoemde obstakel is de onbekendheid van aandeelhouders. Ook de regels inzake voorwetenschap worden door een aantal ondernemingen genoemd. De (tijds) beschikbaarheid van informatie wordt door een aantal beleggers als obstakel genoemd.
- De meeste ondernemingen die *change of control* clausules zeggen te hebben publiceren deze of maken deze desgevraagd aan aandeelhouders bekend. Een aantal small caps doet dit niet. Een aantal beleggers zou meer transparantie op dit gebied toejuichen.
- Er is een verdeeld beeld inzake de verhouding tussen de informatievoorziening en de dialoog met aandeelhouders en de centrale rol van de AVA. Voor grote/institutionele aandeelhouders draagt de informatievoorziening vooraf bij aan een betere standpuntbepaling op de AVA, kleine aandeelhouders kunnen zich vaak alleen uitspreken op de AVA en doen dat ook. Grote/institutionele beleggers voeren veelal geen discussie op de AVA maar stemmen bij volmacht. Dit betekent dat een deel van de ondernemingen meent dat de AVA een ondergeschikte rol speelt in de dialoog met aandeelhouders.
- Een meerderheid van de ondernemingen meent dat de agenda van de AVA en bijbehorende stukken twee tot vier weken voorafgaand aan de AVA beschikbaar dienen te zijn, waarbij small caps veelal opteren voor twee weken. AEX fondsen en beleggers noemen veelal een maand. Voor

bijzondere AVA's menen meer ondernemingen dat een kortere termijn mag gelden, ook al vinden de meeste ondernemingen en beleggers dat in principe dezelfde termijn dient te worden gehanteerd als voor de jaarlijkse AVA.

- Er wordt door ondernemingen niet of nauwelijks gecontroleerd of verstrekte informatie bij aandeelhouders daadwerkelijk aankomt.

#### *Dialogoog met individuele aandeelhouders buiten de AVA om*

- Een meerderheid van de ondernemingen laat de RvB (en dan meestal de voorzitter van de raad van bestuur en de CFO) en/of de directeur Investor Relations (IR) de dialoog met individuele aandeelhouders voeren.
- De voorzitter van de raad van commissarissen komt in de regel alleen in beeld tijdens de aandeelhoudersvergadering of indien sprake is van conflict of interest bij leden van de raad van bestuur.
- De meeste bedrijven zeggen individuele aandeelhouders niet vooraf over strategische beslissingen te consulteren, er wordt wel naar de mening van individuele aandeelhouders geluisterd. Beleggers onderschrijven dit beeld. Een meerderheid van ondernemingen geeft aan dat het consulteren van aandeelhouders in de toekomst wel wenselijk dan wel onvermijdelijk zal zijn.

#### *Dialogoog met aandeelhouders in de AVA*

- Geen van de ondernemingen biedt een mogelijkheid tot het uitwisselen van standpunten tussen aandeelhouders onderling of tussen aandeelhouders en de raad van bestuur. De meeste ondernemingen verwachten dit ook niet in de toekomst te doen, met name vanwege de kosten en het gebrek aan toegevoegde waarde. De meerderheid van de beleggers beoordeelt deze mogelijkheden tot uitwisseling van standpunten positief.
- Een ruime meerderheid van de ondernemingen webcast de AVA niet. Een aanzienlijk deel (met name small caps) daarvan zegt dit ook niet in de toekomst te zullen doen, met name vanwege de kosten en de omvang van het fonds. De meeste beleggers menen dat webcasting van AVA's standaard zou moeten plaatsvinden.
- Het (toekomstig) gebruik van elektronische middelen, zoals het stemmen op afstand, wordt zowel door ondernemingen als beleggers als positief beoordeeld, omdat men verwacht dat het de participatie van aandeelhouders bevordert.
- Zowel ondernemingen als beleggers uiten suggesties om de kwaliteit en de effectiviteit van de AVA te verbeteren. Meest genoemde suggesties van ondernemingszijde zijn het beperken van de spreektijd van aandeelhouders, al dan niet via de voorzitter en een hogere participatie van aandeelhouders. Van de kant van de beleggers wordt de afschaffing van de blokkering van aandelen vaker genoemd.
- Een aanzienlijk deel van de ondernemingen wenst meer discussie op de AVA over de strategie en het risicoprofiel. Vaak wordt genoemd dat de discussie hierover beperkt is, omdat er bij volmacht wordt gestemd. Over het remuneratiebeleid ligt dit iets anders, het zou met name om de

verhouding tussen de beloning en de prestaties moeten gaan en minder over de hoogte. Een belegger meent dat het niet zozeer een kwestie is van meer of minder discussie, maar dat aandeelhouders meer de gelegenheid zouden moeten krijgen om over afwijkingen van de Code te stemmen.

- Vrijwel alle ondernemingen menen dat aandeelhouders in de AVA voldoende gelegenheid krijgen om vragen te stellen en – voor zover mogelijk – voldoende antwoord krijgen op hun vragen. Ook sommige beleggers onderschrijven dat aandeelhouders voldoende gelegenheid krijgen om vragen te stellen, maar menen dat ze niet altijd voldoende antwoord krijgen.
- Het schriftelijk vooraf stellen en/of beantwoorden van vragen wordt door een meerderheid van de ondernemingen en een aantal beleggers een verbetering geacht.

#### *Institutionele beleggers (IB'ers)*

- Ondernemingen zijn niet goed bekend met de naleving van de Code door IB'ers. IB'ers zouden meer helderheid moeten verschaffen. Beleggers geven aan dat er inderdaad op dit terrein een verbetering gemaakt kan worden.
- Of de herkomst van de IB'er verschil maakt in de dialoog met de onderneming kan niet duidelijk worden aangegeven. Hierover zijn de meningen verdeeld. Buitenlandse beleggers worden meer als voorbeeld gesteld voor Nederlandse beleggers dan andersom, met name op het gebied van de professionaliteit en voorbereiding.
- Volgens een aantal beleggers kunnen Nederlandse ondernemingen leren van Britse ondernemingen, omdat zij meer ervaring hebben met het consulteren van aandeelhouders en controversiële onderwerpen in informele settings goed weten op te lossen.

#### *Beschermingsconstructies en de governance van administratiekantoren*

- Een meerderheid van de ondernemingen meent dat de wijze waarop vennootschappen zich hebben beschermd geen invloed heeft op de discussie in de AVA, terwijl een ruime meerderheid van beleggers meent dat dit wel degelijk het geval is.
- Alle ondernemingen die met een administratiekantoor zeggen te werken, antwoorden dat de kwaliteit van de dialoog tussen het administratiekantoor en de vennootschap goed is. Een aantal beleggers vindt de kwaliteit van de dialoog tussen het administratiekantoor en de certificaathouders recentelijk verbeterd, anderen noemen de kwaliteit onvoldoende of variabel.
- Het bestuur van het administratiekantoor handelt volgens een aantal ondernemingen primair in het belang van de vennootschap, volgens een ander deel primair in het belang van de certificaathouders, volgens weer een ander deel in het belang van beide. Beleggers geven aan dat het belang van de certificaathouders voorop zou moeten staan, maar dat dit nog niet altijd het geval is.

## **1. Informatie over aandeelhouders**

In dit onderdeel van de enquête is gevraagd naar de informatie die bij ondernemingen en aandeelhouders beschikbaar is over de (mede) aandeelhouders.

### Vraag 1.1

**Kent de vennootschap alle aandeelhouders, c.q. bent u bekend bij de vennootschap als aandeelhouder?**

| Antwoord                                     | Ondernemingen | Beleggers |
|--|---------------|-----------|
| Niet bekend                                  | 17            |           |
| Ik maak mij bij de onderneming bekend        |               | 5         |
| Bekendheid via Wmz                           | 7             |           |
| 50-75% van de aandeelhouders is bekend       | 6             |           |
| Meer dan 75% van de aandeelhouders is bekend | 2             |           |
|  | 32            | 5         |

**Vindt u dat alle aandeelhouders bij de vennootschap bekend zouden moeten zijn?**

| Antwoord | Ondernemingen | Beleggers |
|----------|---------------|-----------|
| Ja       | 16            | 2         |
| Nee      | 6             | 1         |
| Overig   | 10            | 1         |
|          | 32            | 4         |

### **Ondernemingen**

De eerste vraag betreft de huidige bekendheid met de aandeelhouders. Aan de hand van de ontvangen antwoorden op deze vraag, kan worden gesteld dat een krappe meerderheid van ondernemingen niet bekend is met zijn aandeel- of certificaathouders<sup>1</sup>.

Ondernemingen die aangeven enigszins bekend te zijn met de aandeelhouders geven in de helft van de gevallen aan dat deze bekendheid voortvloeit uit meldingen gedaan uit hoofde van de Wet melding zeggenschap (Wmz). Andere, door ondernemingen beproefde, manieren van het verkrijgen van bekendheid met de aandeelhouders zijn:

- het actief bijhouden van bezoekers van de aandeelhoudersvergaderingen; en
- het laten onderzoeken van de identiteit van aandeelhouders door daarin gespecialiseerde bureaus.

Voor de goede orde wordt opgemerkt dat tot de groep ondernemingen, die actief zoeken naar de identiteit van hun aandeelhouders, ook ondernemingen behoren die aangeven niet bekend te zijn met de identiteit van het overgrote deel van de aandeelhouders.

Opmerkelijk is verder dat twee ondernemingen hebben aangegeven bekend te zijn met meer dan 75% van de aandeelhouders. Eén van deze ondernemingen behoort tot de categorie small caps, de ander behoort tot de AEX.

---

<sup>1</sup> In de antwoorden zal het vervolg het onderscheid tussen aandeelhouders en certificaathouders alleen worden gemaakt indien dit relevant is voor de beantwoording. Indien het onderscheid niet relevant is zal naar beide houders worden verwezen als aandeelhouders.

De tweede vraag ligt in het verlengde van de voorgaande vraag en betreft het feit of alle aandeelhouders bij de onderneming bekend zouden moeten zijn. De helft van respondenten geeft hierop 'Ja' als antwoord (een grote groep van deze ondernemingen pleit voor de introductie van een systeem van aandelen op naam). 'Nee' wordt in een vierde van de gevallen geantwoord. Aangegeven kan worden dat alle ondernemingen die op deze vraag 'Nee' hebben geantwoord behoren tot de categorie small caps.

Alle ondernemingen (10 in totaal) die iets anders dan 'Ja' of 'Nee' hebben geantwoord geven aan dat niet alle aandeelhouders bekend of benaderbaar dienen te zijn maar wel alle **relevante** aandeelhouders. Zes van deze ondernemingen geeft aan dat de drempel voor Wmz meldingen verlaagd zou moeten worden naar 1%, 2% of 3%.

Kortom: de meeste ondernemingen hechten dus aan bekendheid met aandeelhouders.

### ***Beleggers***

Door de beleggers wordt aangegeven dat (schriftelijk) contact wordt opgenomen met de ondernemingen waarin men belegt of wil beleggen. Daarnaast zien beleggers dat ondernemingen professionele organisaties in de arm nemen om de grootte van de beleggingsposities te verifiëren.

Op de vraag of beleggers bij de onderneming bekend zouden moeten zijn wordt verdeeld gereageerd. Een aantal vindt het vanuit het oogpunt van goede corporate governance goed is als de onderneming inzicht kan hebben in wie haar aandeelhouders zijn. Deze informatie dient dan wel stelselmatig aan de andere aandeelhouders beschikbaar te worden gesteld.

Eén belegger, die het bovenstaande onderschrijft, geeft verder aan dat informatievoorziening vanuit de onderneming altijd gemakkelijk toegankelijk, voldoende in omvang en tijdig en gelijktijdig beschikbaar dient te zijn. Gelijktijdigheid vraag om massacommunicatie en massacommunicatie zorgt ervoor dat het onnodig is om alle aandeelhouders te kennen. Een andere belegger heeft een voorkeur voor heldere en gestructureerde regels, omdat selectieve publicatie van een lijst met aandeelhouders kan indruisen tegen de marktmisbruikregelgeving.

In één antwoord wordt aangegeven dat de privacy van kleine beleggers belangrijk is. Transparantie over de grotere aandeelhouders binnen een vennootschap is essentieel voor een juiste inschatting van zeggenschapsverhoudingen. Het is dus niet noodzakelijk dat alle aandeelhouders bekend zijn bij de onderneming.

## Vraag 1.2

### a. Kennen aandeelhouders hun mede-aandeelhouders?

| Antwoord    | Ondernemingen | Beleggers |
|-------------|---------------|-----------|
| Ja          | 2             |           |
| Nee         | 16            | 1         |
| Niet bekend | 8             |           |
| Ten dele    | 6             | 5         |
|             | 32            | 6         |

### b. Vindt u dat alle aandeelhouders bij hun mede-aandeelhouders bekend zouden moeten zijn?

| Antwoord    | Ondernemingen | Beleggers |
|-------------|---------------|-----------|
| Ja          | 3             | 1         |
| Nee         | 16            | 1         |
| Geen mening | 13            |           |
|             | 32            | 2         |

#### **Ondernemingen**

Op de vraag of ondernemingen bekend zijn met het feit of aandeelhouders elkaar kennen antwoordde de meerderheid 'Nee' of geeft aan hiermee niet bekend te zijn. Hoofdrede die bedrijven aangeven inzake de onbekendheid van aandeelhouders met elkaar ligt in het verlengde van de reden waarom bedrijven hun aandeelhouders niet kennen: aandeelhouders behoeven zich beneden het bezit van 5% van de aandelen in een onderneming niet publiekelijk bekend te maken.

Bedrijven die uitgaan van (enige) bekendheid van aandeelhouders met hun mede-aandeelhouders wijzen in de regel op contacten die aandeelhouders leggen via de aandeelhoudersvergaderingen of op het Wmz-register.

Op de vraag of ondernemingen vinden of alle aandeelhouders bij hun mede-aandeelhouders bekend zouden moeten zijn antwoordde slechts een klein deel 'Ja'. Een enkeling geeft aan dat het voldoende is als enkel de grootaandeelhouders van elkaars bestaan afweten. Een ander geeft aan dat contacten tussen aandeelhouders zouden kunnen verlopen via de vennootschap, gelijk bij de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders het geval is.

#### **Beleggers**

Vier beleggers antwoordden dat grote institutionele beleggers elkaar doorgaans wel kennen. Twee beleggers stellen dat het zinvol is op de hoogte te zijn van de voornaamste mede-aandeelhouders.

Eén belegger stelt dat aandeelhouders inzagerecht dienen te hebben in de presentielijst van aandeelhoudersvergaderingen alsmede in de stemmen die op afstand worden uitgeoefend.

Een andere belegger stelt dat meer inzicht in de aandelenposities kan helpen om kleinere, minderheidsaandeelhouders bij een dialoogproces beter te betrekken. Over het algemeen zullen lange termijn beleggers geen moeite hebben met deze transparantie. Het instrument kan volgens deze belegger zelfs bewust gebruikt worden om korte termijn strategieën te ontmoedigen.

### Vraag 1.3 (alleen ondernemingen)

**Kunt u een indicatie geven welk percentage aandeelhouders in uw vennootschap afkomstig is uit het buitenland, zo mogelijk regionaal verdeeld?**

De gekregen antwoorden op deze vraag geven een divers beeld. Bijna een derde van de ondernemingen geeft aan geen enkele indicatie te kunnen geven.

Het beeld bij de ondernemingen die wel met een indicatie komen is als volgt:

| Herkomst aandeelhouder        | percentage |
|-------------------------------|------------|
| Nederland                     | 34%        |
| Verenigde Staten & Canada     | 19%        |
| Verenigd Koninkrijk & Ierland | 18%        |
| Continentaal Europa           | 17%        |
| Overig                        | 12%        |
|                               | 100%       |

Duidelijk is dat een minderheid van de aandeelhouders afkomstig is uit Nederland. Het aandeel uit Nederland afkomstige aandeelhouders is ongeveer even groot als het aandeel uit Europa (maar niet uit Nederland) afkomstige aandeelhouders. Binnen de groep aandeelhouders uit Europa is de helft afkomstig uit het Verenigd Koninkrijk en Ierland (VK + IRL, in totaal 18%). Een andere grote groep aandeelhouders is afkomstig uit de Verenigde Staten en Canada (VS + CAN). Het relatieve aandeel dat beleggers uit de groepen VK + IRL en VS + CAN in een fonds bezitten loopt uiteen. De bandbreedte waarbinnen het aandeel van de groepen zich bevinden is even groot: 4% (is de laagste aangegeven waarde) en 45% (is de hoogste aangegeven waarde).

Indien we alleen kijken naar de AEX-fondsen dan verandert het beeld enigszins:

| <b>Herkomst aandeelhouder</b> | <b>percentage</b> |
|-------------------------------|-------------------|
| Continentaal Europa           | 26%               |
| Verenigde Staten & Canada     | 25%               |
| Nederland                     | 21%               |
| Verenigd Koninkrijk & Ierland | 21%               |
| Overig                        | 7%                |
|                               | 100%              |

Uit bovenstaande tabel blijkt dat nog steeds circa 68% van de aandeelhouders uit Europa afkomstig is. Grootste groep is dit keer Continentaal Europa. De bandbreedte waarbinnen de in de tabel opgenomen percentages zich bevinden zijn gelijk aan de bandbreedte voor alle ondernemingen.

#### **Vraag 1.4 (alleen ondernemingen)**

**Kunt u een indicatie geven welk percentage van uw aandeelhouders u kwalificeert als particuliere belegger, institutionele belegger, private equity fund, hedge fund?**

Gesteld dient te worden dat niet alle ondernemingen in staat blijken om een dergelijke indicatie te geven, de meerderheid van ondernemingen zegt daar wel toe in staat te zijn.

Uit de antwoorden blijkt dat bij de AEX fondsen het *aandeel* institutionele beleggers gemiddeld genomen geschat wordt op 80%-90%. Het aantal particuliere beleggers vormt hiervan het spiegelbeeld met een gemiddeld *aandeel* van 10%-20%.

Bij de AMX en de kleinere fondsen ligt het percentage institutionele beleggers gemiddeld genomen lager (gemiddeld rond de 65% bij AMX fondsen en rond de 50% bij de kleinere fondsen).

Aangetekend dient te worden dat de gegevens van de bedrijven op dit punt sterk uiteenlopen een aantal ondernemingen geeft aan dat het aandeel institutionele beleggers boven de 90% ligt. Een aantal andere ondernemingen komt met percentages rond de 10%. In alle gevallen toont het percentage particuliere beleggers het spiegelbeeld.

**Vraag 1.5 (alleen ondernemingen)**

**Kunt u een indicatie geven welk percentage van uw aandeelhouders u kwalificeert als lange-termijn beleggers?**

Het is voor ondernemingen erg moeilijk een schatting hiervan te geven. Belangrijke reden hiervoor is de onbekendheid met de aandeelhouders. Daarnaast is het concept 'lange termijn belegger' niet altijd eenduidig te omschrijven. Desalniettemin stellen veel AEX en AMX-fondsen ervan uit te gaan dat meer dan 50% van de aandeelhouders beleggen in de onderneming voor de lange termijn. Bij de kleinere fondsen ligt dit percentage gemiddeld genomen wat hoger. In sommige gevallen worden zelfs percentages van 90% en meer aangegeven.

## **2. Informatievoorziening aan aandeelhouders**

In dit onderdeel van de enquête is gevraagd naar de informatievoorziening aan de aandeelhouders en de dialoog met aandeelhouders voorafgaande aan de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering.

**Vraag 2.1 Biedt de Code voldoende houvast voor een dialoog met individuele aandeelhouders?**

| Antwoord | Ondernemingen | Beleggers |
|----------|---------------|-----------|
| Ja       | 7             | 1         |
| Nee      | 2             |           |
| Beperkt  | 2             |           |
|          | 11            | 1         |

**Ondernemingen**

De meest ondernemingen hebben de vraag of de Code voldoende houvast biedt voor een dialoog met individuele aandeelhouders niet afzonderlijk beantwoord. Van de ondernemingen die deze vraag hebben beantwoord meent een meerderheid dat de Code voldoende houvast biedt. Twee ondernemingen menen dat de Code slechts beperkt houvast biedt. Hetzelfde aantal meent dat de Code onvoldoende houvast biedt. Een respondent stelt dat de Code weinig tot niets over contacten met individuele aandeelhouders vermeldt.

Een onderneming meent dat de reikwijdte van de dialoog met aandeelhouders beperkt is, vanwege de verplichting tot gelijke informatieverschaffing en de koersgevoeligheid (voorwetenschap).

**Beleggers**

Een belegger meent dat de Code bedrijven aanmoedigt tot dialoog en hoopt op verdere intensivering van de contacten.

**a. Komt het voor dat aandeelhouders zich melden voor analistenbijeenkomsten?**

| Antwoord                           | Ondernemingen | Beleggers |
|------------------------------------|---------------|-----------|
| Ja                                 | 15            | 4         |
| Nee                                | 12            | 1         |
| Aandeelhouders kunnen webcast zien | 3             |           |
| Nvt                                | 2             |           |
|                                    | 32            | 5         |

**Ondernemingen**

Bijna de helft van de ondernemingen meldt dat het (sporadisch) voorkomt dat aandeelhouders zich melden voor analistenbijeenkomsten. Dit betreft een meerderheid van de AEX en AMX fondsen. Een kleine minderheid van de ondernemingen geeft aan dat (particuliere) aandeelhouders de bijeenkomst via de webcast kunnen volgen. Een aanzienlijk deel antwoordt dat het niet voorkomt dat aandeelhouders zich melden. Twee ondernemingen geven uitdrukkelijk aan geen analistenbijeenkomsten te houden.

### **Beleggers**

Een meerderheid van de beleggers antwoordt zich te melden voor analistenbijeenkomsten. Een belegger geeft aan dat er regelmatig gesprekken plaatsvinden met het management (one-on-ones).

#### **b. Worden er vragen gesteld naar aanleiding van op de website geplaatste presentaties voor analistenbijeenkomsten?**

| <b>Antwoord</b> | <b>Ondernemingen</b> | <b>Beleggers</b> |
|-----------------|----------------------|------------------|
| Ja/soms         | 17                   | 2                |
| Nee             | 11                   |                  |
| nvt             | 4                    |                  |
|                 | 32                   | 2                |

### **Ondernemingen**

Op de vraag of er vragen worden gesteld naar aanleiding van op de website geplaatste presentatie voor analistenbijeenkomsten antwoordt de meerderheid van de ondernemingen dat dit (incidenteel) voorkomt. Een aanzienlijk deel van de ondernemingen meldt evenwel dat er geen vragen worden gesteld.

### **Beleggers**

Een aantal beleggers antwoordt dat men vragen stelt over de presentaties.

#### **c. Komt het voor dat persberichten worden uitgegeven naar aanleiding van analistenbijeenkomsten?**

| <b>Antwoord</b>         | <b>Ondernemingen</b> | <b>Beleggers</b> |
|-------------------------|----------------------|------------------|
| Ja/soms                 | 4                    | 1                |
| Nee / tot op heden niet | 25                   |                  |
| Nvt                     | 3                    |                  |
|                         | 32                   | 1                |

### **Ondernemingen**

Een ruime meerderheid van de ondernemingen meldt dat er tot op heden geen persbericht is uitgegeven naar aanleiding van een analistenbijeenkomst. Twee (AEX-)ondernemingen melden dat zij persberichten uitgeven met de kernpunten van de presentaties op de analistenbijeenkomsten later op die dag. Andere ondernemingen antwoorden juist andersom: het persbericht is doorgaans aanleiding voor de bijeenkomst.

### **Beleggers**

Een belegger meldt dat het zelden voorkomt dat een persbericht wordt uitgegeven.

## Vraag 2.2

### Krijgen individuele aandeelhouders voldoende informatie buiten de AVA om?

| Antwoord | Ondernemingen | Beleggers |
|----------|---------------|-----------|
| Ja       | 27            | 1         |
| Nee      |               | 1         |
|          | 27            | 2         |

### Eisen individuele aandeelhouders meer informatie buiten de AVA om?

| Antwoord          | Ondernemingen | Beleggers |
|-------------------|---------------|-----------|
| Ja                | 9             | 1         |
| Nee/hoogst zelden | 4             |           |
|                   | 13            | 1         |

#### **Ondernemingen**

Een ruime meerderheid van de ondernemingen geeft aan dat aandeelhouders voldoende informatie buiten de AVA om krijgen door middel van persberichten, de website, roadshows, mailings, workshops, one-on-ones, bedrijfsbezoeken, etc.

Een deel van de ondernemingen meldt dat individuele aandeelhouders ook meer informatie buiten de AVA om eisen. Een onderneming geeft aan dat met name Angelsaksische aandeelhouders een tot twee keer per jaar contact eisen met het senior management, sommige hedge funds vaker. Een andere onderneming geeft aan dat aandeelhouders niet zozeer meer informatie eisen, maar zich wel assertiever opstellen (meer bemoeienis met beleid).

Een aantal ondernemingen stelt dat er sprake is van een regelmatige dialoog met individuele aandeelhouders. Ook wordt door een aantal ondernemingen genoemd dat er gelijke informatieverschaffing aan alle aandeelhouders is. Een onderneming merkt op dat de AVA in de informatieverschaffing aan aandeelhouders een ondergeschikte rol speelt.

#### **Beleggers**

Een belegger stelt dat aandeelhouders grote behoefte hebben aan meer informatie buiten de AVA om. Een andere belegger stelt dat hij normaal gesproken voldoende informatie krijgt, maar hij vraagt wel om nadere beschrijvingen van de risico's en de resultaatprognoses en verwacht dat ondernemingen zich beschikbaar stellen voor reguliere bijeenkomsten met institutionele beleggers. Een derde belegger stelt dat er grotere terughoudendheid bestaat om koersgevoelige informatie openbaar te maken, wegens angst voor voorwetenschap en uit concurrentieoverwegingen.

### Vraag 2.3

#### Ondervindt u obstakels bij de informatievoorziening aan aandeelhouders?

| Antwoord | Ondernemingen | Beleggers |
|----------|---------------|-----------|
| Ja       | 14            | 1         |
| Nee      | 16            | 2         |
| Nvt      |               | 3         |
|          | 30            | 6         |

#### Zo ja, welke?

| Antwoord  | Ondernemingen | Beleggers |
|---|---------------|-----------|
| Onbekendheid aandeelhouders   | 7             |           |
| Voorwetenschap  | 4             | 1         |
| Algemeen regels te rigide   | 2             |           |
| Beschikbaarheid informatie  |               | 2         |
| Concurrentieoverwegingen  | 1             |           |
| Spanningsveld gelijke behandeling aandeelhouders en consultatie grootaandeelhouders | 1             |           |
| Oproepadvertentie AVA in teveel talen   | 1             |           |
| Aandeelhouders hoeven niet te motiveren waarom ze een agendapunt willen toevoegen   | 1             |           |
| AFM-portal voor persberichten werkt niet optimaal                                   | 1             |           |

#### **Ondernemingen**

Op de vraag of men obstakels ondervindt bij de informatievoorziening aan aandeelhouders wordt verdeeld geantwoord. Iets minder dan de helft van de respondenten geeft aan obstakels te ondervinden, terwijl iets meer dan de helft zegt geen obstakels te ondervinden. Opvallend is dat met name AEX fondsen tot de eerste categorie behoren, terwijl geen van de AMX ondernemingen obstakels noemt.

Het meest genoemde obstakel is dat de onderneming de aandeelhouders niet kent en derhalve moeilijk kan bereiken. Ook de criteria van voorwetenschap leveren volgens meerdere ondernemingen een obstakel op.

#### **Beleggers**

Voorwetenschap wordt ook door een belegger als obstakel gezien, omdat de angst voor voorwetenschap het bestuur terughoudender maakt om informatie te verstrekken. Een aantal beleggers noemt de beschikbaarheid van de informatie als obstakel. Een van hen stelt dat vrijwel geen enkele onderneming consequent over alle relevante zaken gelijktijdig voldoende, tijdige en gemakkelijk toegankelijke informatie geeft. Tevens merkt deze belegger op dat het de vraag is of de

onderneming niet het recht heeft te weten wat de standpuntbepaling van haar aandeelhouders is en welke plichten hierbij op de aandeelhouders rusten.

#### Vraag 2.4

**Publiceert uw vennootschap *change of control* clauses in overeenkomsten met leden van de raad van bestuur of raad van commissarissen of maakt uw vennootschap dit (desgevraagd) aan aandeelhouders bekend?**

| Antwoord  | Ondernemingen |
|---|---------------|
| Ja  | 8             |
| Ja (rvb)  | 5             |
| Ja, mits van significant belang voor aandeelhouders | 1             |
| Desgevraagd   | 3             |
| Desgevraagd indien opportuun                        | 1             |
| Nee   | 4             |
| Niet van toepassing                                 | 10            |
|   | 32            |

#### **Ondernemingen**

Op de vraag of de vennootschap *change of control* clauses in overeenkomsten met leden van de raad van bestuur of raad van commissarissen publiceert of desgevraagd aan aandeelhouders bekend maakt, antwoordt de helft van de ondernemingen positief. Een aanzienlijk deel van de ondernemingen publiceert *change of control* clauses, in ieder geval van de raad van bestuur, op de website en/of in het jaarverslag/remuneratierapport. Een klein aantal ondernemingen maakt deze clauses desgevraagd aan aandeelhouders bekend. Twee ondernemingen melden bij het al dan niet verstrekken van deze informatie een eigen afweging te maken. Een aantal ondernemingen (small caps) antwoordt de clauses niet bekend te maken. Circa een derde van de ondernemingen geeft aan dat deze vraag niet van toepassing is.

#### **Beleggers**

Beleggers achten deze informatie zeer relevant en zouden meer transparantie op dit gebied toejuichen. Een belegger stelt dat slechts weinig ondernemingen het bestaan en de inhoud van *change of control* clauses melden aan aandeelhouders.

## Vraag 2.5

**Gaat de informatievoorziening en de dialoog met (groepen) aandeelhouders naar uw mening ten koste van de discussie op en de centrale rol van de AVA of verdiept zij deze juist?**

| Antwoord                | Ondernemingen | Beleggers |
|-------------------------|---------------|-----------|
| Ten koste               |               | 1         |
| Verdiept                | 8             | 4         |
| Niet ten koste/neutraal | 9             | 1         |
| Verdeeld beeld          | 3             |           |
| Nvt/geen mening         | 3             |           |
|                         | 23            | 6         |

### **Ondernemingen**

Geen van de ondernemingen meent dat de informatievoorziening en de dialoog met (groepen) aandeelhouders ten koste van de discussie op en de centrale rol van de AVA gaat. Een deel van de ondernemingen geeft aan dat de dialoog de discussie op de AVA verdiept. De dialoog kan de AVA helpen de juiste beslissingen te nemen, zo verwoordt een van de respondenten het. Een ander geeft aan dat de informatievoorziening 'op maat' de efficiency en de inhoud van de AVA verbeteren. Vrijwel een even groot deel van de ondernemingen geeft een neutraal antwoord, in de zin dat de dialoog in ieder geval niet ten koste gaat van de discussie op de AVA.

Door sommigen wordt aangegeven dat de informatievoorziening en dialoog met individuele aandeelhouders en de AVA separate trajecten zijn, waarbij de echte dialoog vooraf plaatsvindt en de AVA vooral de formele afhandeling is. Door meer dan een derde van de respondenten wordt aangegeven dat de AVA een ondergeschikte rol speelt in de dialoog met aandeelhouders. De daadwerkelijke uitwisseling van informatie vindt vóór de AVA plaats, aldus één van de respondenten. Verschillende ondernemingen wijzen erop dat er op de AVA veelal bij volmacht wordt gestemd en er slechts discussie op de AVA plaatsvindt met een beperkte groep (particuliere) aandeelhouders.

### **Beleggers**

Een ruime meerderheid van de beleggers meent dat de informatievoorziening voorafgaand aan de AVA de rol van de AVA verdiept. Regelmatig overleg draagt bij tot een bestendige relatie en tot verdieping van het wederzijds begrip. Een belegger stelt dat op de AVA niet altijd voldoende tijd voor discussie is.

Een andere belegger merkt op dat verdieping kan worden ondermijnd door detailvragen van goedbedoelende beleggers, waartegen weinig wordt opgetreden door de voorzitter. Sommige small caps trachten dit volgens hem te voorkomen door particuliere aandeelhouders uit te nodigen voor analistenbijeenkomsten. Deze belegger stelt voorts dat de invoering van de Wet Marktmissbruik tot gevolg heeft dat vennootschappen terughoudender zijn in het houden van one-on-ones, hetgeen de informatievoorziening niet ten goede komt.

Een derde belegger meent dat de informatievoorziening aan aandeelhouders voorafgaande aan de AVA ten koste gaat van de discussie op de AVA, omdat het accent van de AVA verschuift naar de fase ervoor. Als mogelijke oplossing noemt deze belegger dat er geen gesprekken met individuele aandeelhouders plaatsvinden vanaf een maand vóór de AVA.

## Vraag 2.6

**Op welke termijn zouden de agenda en de bijbehorende stukken van de jaarlijkse AVA naar uw mening beschikbaar behoren te zijn?**

| Antwoord  | Ondernemingen | Beleggers |
|---|---------------|-----------|
| 2 weken   | 8             |           |
| 2 – 3 weken   | 2             |           |
| 3 weken   | 3             |           |
| 3 – 4 weken   | 4             | 1         |
| 4 weken/ maand  | 9             | 5         |
| 6 weken   | 1             |           |
| Afhankelijk van agendapunt/onderwerp                  | 2             |           |
| 2 weken tussen beschikbaarstelling en uitbrengen stem | 1             |           |
| Afhankelijk van notering in VS of uitsluitend in NL   | 1             |           |
| Onderscheid (concept) agenda en stukken               | 1             |           |
|   | 32            | 6         |

### **Ondernemingen**

Iets meer dan een kwart van de ondernemingen meent dat de agenda en bijbehorende stukken van de jaarlijkse AVA vanaf vier weken/een maand beschikbaar behoren te zijn. Dit zijn met name AEX-fondsen. Een kwart van de respondenten (met name small caps) antwoordt dat twee weken volstaat, terwijl een kwart aangeeft rond de drie weken een redelijke termijn te vinden. Een onderneming ziet het liefst een termijn van zes weken.

Twee respondenten signaleren een spanningsveld tussen tijdige informatie voor aandeelhouders en de praktische haalbaarheid van de beschikbaarheid van jaarstukken. Respondenten zoeken hiervoor oplossingen door voor te stellen een onderscheid te maken tussen het jaarverslag en/of andere jaarlijks terugkerende agendapunten en bijzondere of overige punten, voor welke een kortere termijn zou moeten gelden. Een ander meent dat het opheffen van de verplichting tot het uitbrengen van een schriftelijk jaarverslag de termijn kan verruimen.

### **Beleggers**

Vrijwel alle beleggers menen dat de agenda en de bijbehorende stukken van de jaarlijkse AVA circa vier weken vóór de AVA beschikbaar horen te zijn. Een belegger stelt dat met name de kleinere ondernemingen moeite hebben deze termijn te halen.

### Vraag 2.7

Op welke termijn zouden de agenda en de bijbehorende stukken van een bijzondere AVA naar uw mening beschikbaar behoren te zijn?

| Antwoord       | Ondernemingen | Beleggers |
|----------------|---------------|-----------|
| 1 week         | 2             |           |
| 2 weken        | 11            | 1         |
| 2 – 3 weken    | 1             |           |
| 3 weken        | 4             |           |
| 2 – 4 weken    | 1             |           |
| 4 weken/ maand | 6             | 5         |
|                | 25            | 6         |

#### **Ondernemingen**

Voor bijzondere AVA's geldt dat de genoemde termijn in het algemeen wat korter mag zijn dan voor jaarlijkse AVA's, ook al hanteren veel ondernemingen als uitgangspunt dezelfde termijnen. Met name small caps antwoorden dat twee weken volstaat. Een aantal ondernemingen geeft aan dat uitzonderingen moeten kunnen worden gemaakt indien de situatie daartoe noopt.

#### **Beleggers**

De meerderheid van de beleggers meent dat dezelfde termijn dient te gelden als voor de jaarlijkse AVA (vier weken). Bij BAVA's staan vaak belangrijke besluiten op de agenda waar aandeelhouders de tijd dienen te krijgen een weloverwogen stem te kunnen uitbrengen, aldus één van hen. Een belegger meent dat twee weken volstaat.

Een belegger meent dat als uitgangspunt vier weken geldt, maar onder omstandigheden moet een kortere termijn mogelijk zijn. Deze belegger merkt een toenemende bereidheid bij small caps om BAVA's te houden en dat zou niet in de kiem gesmoord dienen te worden door het vasthouden aan een vier weken termijn. Een andere belegger meent dat twee weken volstaat.

### Vraag 2.8

Controleert uw vennootschap of aandeelhouders de aan hen verstrekte informatie wel hebben gekregen?

| Antwoord                       | Ondernemingen | Beleggers |
|--------------------------------|---------------|-----------|
| Nee                            | 24            | 1         |
| Ja                             | 7             | 1         |
| Uitsluitend grootaandeelhouder | 1             |           |
|                                | 32            | 2         |

**Zo ja, op welke wijze?**

| <b>Antwoord</b>                      | <b>Ondernemingen</b> | <b>Beleggers</b> |
|--------------------------------------|----------------------|------------------|
| Via proxy solicitor                  | 1                    | 1                |
| Ad hoc in contact met aandeelhouders | 2                    |                  |
| Via jaarlijkse enquête               | 1                    |                  |
| Steekproef van mailings              | 1                    |                  |
| Bezoekersfrequentie website          | 1                    |                  |

**Ondernemingen**

Een ruime meerderheid van de ondernemingen controleert niet of aandeelhouders de aan hen verstrekte informatie wel hebben gekregen. Veel ondernemingen geven daarbij als reden aan dat ze de aandeelhouders niet kennen. Circa een kwart van de ondernemingen geeft aan wel enige vorm van controle toe te passen, met name bij grote of bekende aandeelhouders. Genoemde controle-activiteiten zijn: via een proxy-solicitor, via een jaarlijkse enquête, steekproeven van mailings, controleren van de bezoekersfrequentie van de website.

**Beleggers**

Een belegger antwoordt dat hij via proxy solicitors wordt benaderd of de informatie over de ava is ontvangen. Een andere belegger stelt dat de ontvangst van de informatie niet wordt gecontroleerd of dat de controle niet adequaat functioneert.

### **3. Dialoog met individuele aandeelhouders**

In dit onderdeel staat de dialoog tussen ondernemingen en aandeelhouders centraal. Het eerste deel van de vragen heeft betrekking op het aanspreekpunt bij ondernemingen voor aandeelhouders. Het tweede deel heeft betrekking op de dialoog tussen aandeelhouders en ondernemingen.

### Vraag 3.1

**Welk orgaan van de vennootschap voert de dialoog met de aandeelhouders, en welke personen binnen dat orgaan?**

| Antwoord                                       | Onderneming | Beleggers |
|--|-------------|-----------|
| Raad van Bestuur (RvB)                         | 6           |           |
| RvB + voorzitter Raad van Commissarissen (RvC) | 2           | 2         |
| RvB + Investor Relations (IR)                  | 20          | 2         |
| IR   | 3           |           |
| Geen aanspreekpunt/ N.v.t.                     | 1           | 2         |
|  | 32          | 6         |

#### ***Ondernemingen***

Een meerderheid van de ondernemingen antwoordt dat de Raad van Bestuur samen met de afdeling Investor Relations (het hoofd of de directeur IR) in de praktijk de dialoog met de aandeelhouders voert.

Binnen het bestuur fungeren met name de voorzitter van de Raad van Bestuur en de CFO als aanspreekpunt voor aandeelhouders. In enkele gevallen is de CFO zelfs expliciet verantwoordelijk voor het onderhouden van contacten met aandeelhouders. De overige leden van de Raad van Bestuur kunnen in uitzonderlijke gevallen fungeren als aanspreekpunt (mede afhankelijk van de gevraagde informatie).

Indien de contacten tussen de onderneming en aandeelhouders plaatshebben tijdens de aandeelhoudersvergadering wordt in enkele gevallen expliciet aangegeven dat (naast de Raad van Bestuur) de voorzitter van de Raad van Commissarissen een belangrijk aanspreekpunt is.

#### ***Beleggers***

Een belegger antwoordt dat hij met name met de CEO/CFO en de afdeling Investor Relations contacten onderhoudt. Een ander onderhoudt, afhankelijk van het onderwerp, contacten met investor relations, de CEO, CFO, hoofd HR, voorzitter van de RvC en de voorzitter van de remuneratie- of benoemingscommissie. Twee beleggers onderhouden contact met het bestuur en de raad van commissarissen.

### Vraag 3.2

Welke persoon of welk orgaan vindt u dat het voornaamste aanspreekpunt voor aandeelhouders zou moeten zijn?

| Antwoord                       | Ondernemingen | Beleggers |
|--------------------------------|---------------|-----------|
| RvB                            | 12            | 2         |
| RvB + vrz. RvC                 | 3             | 1         |
| RvB + IR                       | 8             |           |
| IR                             | 7             | 1         |
| Afhankelijk van aard onderwerp |               | 2         |
|                                | 30            | 6         |

#### **Ondernemingen**

Door tweederde van de ondernemingen wordt gesteld dat de Raad van Bestuur, al dan niet in combinatie met *Investor Relations*, het voornaamste aanspreekpunt moet zijn. In bijna een kwart van de gevallen wordt aangegeven dat *Investor Relations* het voornaamste aanspreekpunt voor aandeelhouders zou moeten zijn.

#### **Beleggers**

Het voornaamste aanspreekpunt van een onderneming kan per situatie verschillen. Mogelijke aanspreekpunten zijn: raad van bestuur (voorzitter en CFO), secretaris van de onderneming, vrz. Raad van Commissarissen en directeur investor relations. Een belegger pleit voor een *Senior Independent Director* die belast zou moeten worden met de eindverantwoordelijkheid voor contacten met aandeelhouders.

### Vraag 3.3

Indien een vennootschap een persoon of een orgaan heeft aangewezen als aanspreekpunt voor aandeelhouders, vindt u dan dat aandeelhouders ook een dialoog met andere leden van de raad van bestuur of raad van commissarissen zouden moeten kunnen aangaan? (Onder welke omstandigheden? Welke bezwaren daartegen ziet u?)

| Antwoord                                   | Ondernemingen | Beleggers |
|--|---------------|-----------|
| Nee  | 6             |           |
| Ja   | 19            | 5         |
| Bezwaarlijk                                | 3             |           |
| RvB en RvC dienen altijd zichtbaar te zijn |               | 1         |
|  | 28            | 6         |

### **Ondernemingen**

Bijna alle AEX-fondsen beantwoorden deze vraag met 'Ja'. Bij de AMX fondsen en kleinere fondsen wordt ook vaak 'Nee' geantwoord.

De meeste van fondsen die 'Ja' op deze vraag antwoorden geven aan dat aandeelhouders ook een dialoog zouden moeten kunnen aangaan met andere leden van de Raad van Bestuur, die niet zijn aangewezen als aanspreekpunt. Een minderheid de fondsen tekent daar overigens wel bij aan dat een dergelijke praktijk spanningen kan opleveren met het uitgangspunt dat de onderneming met één mond dient te spreken.

Tot slot wordt veelvuldig aangegeven dat het hebben van contacten met de leden van de Raad van Commissarissen (buiten de aandeelhoudersvergadering om) uitzonderlijk van aard dient te zijn. Een voorbeeld hiervan is het geval waarin de positie van de leden van de Raad van Bestuur in het geding is.

### **Beleggers**

De meeste beleggers zijn eensgezind dat, afhankelijk van de aard van het onderwerp, ook met andere leden van de raad van bestuur of de raad van commissarissen, de dialoog moet kunnen worden gevoerd. Wel wijzen sommige beleggers erop dat voorkomen moet worden dat niet-publieke koersgevoelige informatie wordt vrijgegeven tijdens de gesprekken. De aanwezigheid van *Investor Relations* kan vanuit dit uitgangspunt wenselijk zijn.

Eén respondent geeft aan zich het recht voor te behouden om eventuele toch verkregen koersgevoelige informatie zelf openbaar te maken indien de vennootschap dat niet zelf doet.

### **Vraag 3.4 en 3.5**

**Komt het voor dat individuele aandeelhouders geconsulteerd worden voorafgaande aan een wijziging van de strategie?**

| <b>Antwoord</b> | <b>Ondernemingen</b> | <b>Beleggers</b> |
|-----------------|----------------------|------------------|
| Ja              | 4                    |                  |
| Nee             | 22                   |                  |
| Soms            | 1                    | 5                |
| Geen antwoord   | 4                    |                  |
|                 | 32                   | 5                |

### **Ondernemingen**

Ongeveer 15% van de ondernemingen geeft aan dat individuele aandeelhouders (soms) worden geconsulteerd voorafgaande aan een wijziging van de strategie. Het gaat meestal om ondernemingen met een beperkt aantal grootaandeelhouders.

Een aantal ondernemingen (dat aangeeft niet te consulteren) geeft in reactie op deze vraag ter verduidelijking aan dat er wel wordt geluisterd naar aandeelhouders maar dat nooit concreet advies wordt gevraagd.

### **Beleggers**

De antwoorden van de beleggers geven aan dat consultatie van individuele aandeelhouders in de praktijk bij een zeer beperkt aantal ondernemingen voorkomt. Een belegger noemt dat dit dan met name bij een aantal small caps gebeurt. Een andere belegger antwoordt dat consultaties niet of nauwelijks voorkomt maar dat er wel algemene vragen worden gesteld over de strategie.

### **Vindt u de consultatie van aandeelhouders, voorafgaande aan een wijziging van strategie, wenselijk, bezwaarlijk en/of acht u dit onvermijdelijk/noodzakelijk?**

| <b>Antwoord</b>   | <b>Ondernemingen</b> | <b>Beleggers</b> |
|---|----------------------|------------------|
| (Afhankelijk van de situatie) wenselijk   | 9                    | 3                |
| In zeer uitzonderlijke gevallen/ onvermijdelijk (bijvoorbeeld bij een grote strategische wijziging) | 5                    |                  |
| Onwenselijk/bezwaarlijk   | 8                    | 1                |
| Niet noodzakelijk   | 2                    |                  |
| Afhankelijk van het type belegger   |                      | 1                |
| Geen antwoord   | 7                    |                  |
|   | 32                   | 5                |

### **Ondernemingen**

Indien in dit kader wordt gevraagd naar de wenselijkheid dan wel noodzakelijkheid van het consulteren van aandeelhouders verandert het beeld. Bijna de helft van de antwoorden op deze vraag wijst op een wenselijkheid dan wel onvermijdelijkheid van het vooraf consulteren van aandeelhouders.

Gesteld kan worden dat uit de gegeven antwoorden op dit onderdeel blijkt dat er spanning bestaat tussen wensen van ondernemingen en hetgeen (binnen de grenzen van hetgeen wettelijk is toegestaan) in de praktijk gebeurt.

Op de vraag **hoe ondernemingen de rol van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen zien, in verband met het consulteren van aandeelhouders**, wordt het volgende geantwoord:

- Er is geen rol (want er zijn geen consultaties). Dit antwoord wordt veelvuldig gegeven.
- Consultatie van aandeelhouders geschied op de (bijzondere) aandeelhoudersvergaderingen.
- Bij contacten met aandeelhouders is het in de regel de Raad van Bestuur die de contacten onderhoud.
- Indien er contacten met aandeelhouders zouden worden belegd dan geschiedt dit op initiatief van de Raad van Bestuur.

- Indien “consulterende” contacten plaatshebben dan is het belangrijk dat er gezorgd wordt voor een goede informatieverstrekking aan aandeelhouders die niet bij deze gesprekken aanwezig zijn. De Raad van Bestuur dient hierop toe te zien.

### **Beleggers**

De antwoorden van de beleggers op deze vraag geven een verdeeld beeld. Twee beleggers geven aan dat zij consultatie van aandeelhouders wenselijk vinden. Een andere respondent geeft aan dat de wenselijkheid van het consulteren van aandeelhouders in de praktijk zal afhangen van het *type* belegger. Indien de aandeelhouder belegt op de lange termijn is consultatie gewenst. Voor een dergelijke belegger ligt de optie tot het stemmen met de voeten (het verkopen van aandelen) minder voor de hand. De lange termijn belegger heeft er relatief gezien veel belang bij te worden betrokken bij wijzigingen in de strategie.

Een vierde respondent geeft aan dat het juist onwenselijk is dat individuele aandeelhouders voorafgaand aan een strategiewijziging worden geconsulteerd. Het overwegen van een strategiewijziging is immers koersgevoelig en daarnaast komt de gelijke behandeling van aandeelhouders in het geding.

Op de vraag **hoe beleggers de rol van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen zien, in verband met het consulteren van aandeelhouders**, wordt door twee beleggers geantwoord dat de voorzitter van de Raad van Bestuur eerstverantwoordelijk hiervoor is (gegeven haar/zijn verantwoordelijkheid voor de strategie van de onderneming). Twee andere beleggers zien zowel een rol voor de raad van bestuur als van de raad van commissarissen. Een belegger antwoordt dat er op dit terrein geen actieve rol dient te zijn voor de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen.

## **4. Dialoog met aandeelhouders in de AVA**

In dit onderdeel staat de dialoog tussen ondernemingen en aandeelhouders in de AVA centraal. Het gaat over de communicatiemiddelen die de vennootschap gebruikt ten behoeve van de dialoog, de discussie die plaatsvindt op de AVA en de beïnvloeding hierdoor van de kwaliteit van de AVA.

#### Vraag 4.1

Biedt uw vennootschap de mogelijkheid tot het uitwisselen van standpunten tussen aandeelhouders onderling of tussen aandeelhouders en raad van bestuur/commissarissen via webboards of bulletinboards?

| Antwoord | Ondernemingen |
|----------|---------------|
| Ja       |               |
| Nee      | 32            |
|          | 32            |

Indien nee, verwacht u dit in de nabije toekomst te doen?

| Antwoord  | Ondernemingen |
|-----------|---------------|
| Ja        |               |
| Nee       | 19            |
| Misschien | 10            |
|           | 29            |

| Redenen om wel te doen                    | Ondernemingen |
|---|---------------|
| Externe druk/indien gebruikelijk          | 2             |
| Ontlasten AVA                             | 1             |
| Transparantie                             | 1             |
| Bijdrage discussie/inzicht denkrichtingen | 1             |

| Redenen om niet te doen   | Ondernemingen |
|---|---------------|
| Weinig toegevoegde waarde                                       | 7             |
| Kosten/tijdsbeslag  | 7             |
| Omvang fonds  | 3             |
| Bepaalde controleerbaarheid/querulanten/ongefundeerde geruchten | 4             |
| Geen garantie dat informatie gelijktijdig wordt verstrekt       | 1             |

#### **Ondernemingen**

Geen van de respondenten biedt de mogelijkheid tot het uitwisselen van standpunten tussen aandeelhouders onderling of tussen aandeelhouders en de raad van bestuur via webboards of bulletinboards. Twee ondernemingen geven aan uitsluitend deze mogelijkheid te bieden via het Communicatiekanaal Aandeelhouders.

Een ruime meerderheid verwacht deze mogelijkheden ook in de toekomst niet te bieden. De meest genoemde redenen hiervoor zijn dat dergelijke informatievoorziening weinig toegevoegde waarde biedt (met name AEX/AMX) en dat de kosten en het tijdsbeslag niet opwegen tegen de baten (met

name small caps). Ook de omvang van het fonds en de beperkte controleerbaarheid van de informatie worden vaker genoemd.

Een deel van de ondernemingen overweegt in de nabije toekomst wel de mogelijkheid tot het uitwisselen van standpunten te bieden. Eén van hen meent dat dit een bijdrage kan leveren aan een zinvolle discussie en inzicht kan geven in de verschillende denkrichtingen, anderen wachten de ontwikkelingen op dit terrein af. Een respondent meent dat de AVA kan worden ontlast indien feitelijke vragen over bijvoorbeeld het jaarverslag via een webboard/webbulletin kunnen worden beantwoord.

### **Beleggers**

De meerderheid van de beleggers beoordeelt deze mogelijkheden positief. Daarbij worden als redenen gegeven dat deze de transparantie vergroten en dat op deze wijze dubbele vragen kunnen worden voorkomen.

### **Vraag 4.2**

#### **Wordt de AVA gewebcast?**

| <b>Antwoord</b> | <b>Ondernemingen</b> |
|-----------------|----------------------|
| Ja              | 13                   |
| Nee             | 19                   |
|                 | 32                   |

#### **Indien nee, verwacht u dit in de nabije toekomst te doen?**

| <b>Antwoord</b> | <b>Ondernemingen</b> |
|-----------------|----------------------|
| Ja              | 4                    |
| Nee             | 10                   |
| Misschien       | 4                    |
|                 | 18                   |

| <b>Redenen om wel te doen</b>                      | <b>Ondernemingen</b> |
|--|----------------------|
| Transparantie                                      | 3                    |
| Bredere informatieverstrekking                     | 2                    |
| Grotere betrokkenheid professionele aandeelhouders | 1                    |
| Indien anderen het ook doen                        | 1                    |

| Redenen om niet te doen                      | Ondernemingen |
|--|---------------|
| Privacy aandeelhouders/besloten karakter AVA | 3             |
| Kosten/tijdsbeslag                           | 4             |
| Omvang fonds                                 | 4             |
| Weinig toegevoegde waarde                    | 1             |
| Actievoerders niet belonen met meer exposure | 1             |
| Stimuleren fysieke aanwezigheid              | 1             |
| Grotere aansprakelijkheidsrisico's           | 1             |

### **Ondernemingen**

Een aanzienlijk deel van de ondernemingen zegt de AVA te webcasten. Dit zijn met name AEX fondsen. Een onderneming geeft aan uitsluitend de presentaties te webcasten. Een ruime meerderheid van de ondernemingen webcast de AVA (nog) niet. Van deze laatste groep verwacht een meerderheid (met name small caps) dit ook in de nabije toekomst niet te doen. Meest genoemde redenen zijn de omvang van het fonds en de kosten/het tijdsbeslag die ermee gemoeid zijn. Ook worden de privacy van de aandeelhouders en het besloten karakter van de AVA vaker als reden genoemd.

Een aantal ondernemingen dat nu nog niet webcast maar wel overweegt dit binnenkort te doen, wijst op het belang van transparantie, bredere informatieverstrekking aan (buitenlandse) aandeelhouders en overige stakeholders en grotere betrokkenheid van professionele aandeelhouders.

Een aantal , dat de AVA wel webcasten wijzen overigens op de hoge kosten en de naar verhouding geringe belangstelling.

### **Beleggers**

Een aantal beleggers meent dat webcast 'standaard' zou moeten plaatsvinden. Twee beleggers wijzen erop dat de privacy van de aandeelhouder dient te worden gerespecteerd.

### **Vraag 4.3**

**Verwacht u in de nabije toekomst dat uw vennootschap gebruik zal maken van de mogelijkheden die in het wetsvoorstel elektronische communicatiemiddelen (videoconference, stemmen per email, oproeping via website)?**

| Antwoord  | Ondernemingen |
|-----------|---------------|
| Ja        | 18            |
| Nee       | 5             |
| Misschien | 9             |
|           | 32            |

### **Ondernemingen**

Een meerderheid van de respondenten verwacht in de nabije toekomst gebruik te zullen maken van in het wetsvoorstel elektronische communicatiemiddelen genoemde mogelijkheden, met name oproeping via website en stemmen per email. Een klein deel (met name small caps) verwacht geen gebruik te maken van deze mogelijkheden. Een ander deel volgt de ontwikkelingen op dit terrein nauwlettend, en overweegt, afhankelijk van de kosten, het wettelijk kader en/of de technologische ontwikkelingen deze mogelijkheden te introduceren.

### **Beleggers**

De meerderheid van de beleggers geeft aan voorstander te zijn van elektronische communicatiemiddelen. Een belegger verwacht dat de kostenafweging voor kleinere vennootschappen niettemin negatief zal uitvallen.

### **Vraag 4.4**

**Indien uw vennootschap elektronische communicatiemiddelen bij de AVA gebruikt, op welke wijze beïnvloeden deze naar uw indruk de discussie in de AVA?**

#### **Bent u tevreden over het gebruik?**

| <b>Antwoord</b>      | <b>Ondernemingen</b> |
|----------------------|----------------------|
| Geen ervaring mee    | 5                    |
| Tevreden met gebruik | 4                    |
| Nvt                  | 4                    |
|                      | 13                   |

#### **Hoe ziet u dit zich ontwikkelen in de nabije toekomst? Hebt u suggesties voor verandering?**

| <b>Antwoord</b>   | <b>Ondernemingen</b> |
|---|----------------------|
| Live meestemmen op afstand                                    | 3                    |
| Hogere participatie (internationale) institutionele beleggers | 2                    |
| Split voting  | 1                    |
| Aandachtspunt is identificatie                                | 1                    |
| Tweezijdige communicatie is voor de langere termijn           | 1                    |

### **Ondernemingen**

Twee ondernemingen antwoorden dat de inzet van elektronische communicatiemiddelen de betrokkenheid van de aandeelhouders zal vergroten. Twee andere ondernemingen menen dat de communicatiemiddelen als zodanig geen invloed zullen hebben op de discussie. Een onderneming noemt dat het directe zichtbaar zijn van de resultaten van de stemming via elektronische stemkastjes de transparantie verhoogt.

Een klein deel van de ondernemingen geeft aan geen ervaring te hebben met elektronische communicatiemiddelen bij de AVA, terwijl een klein aantal ondernemingen (met name AEX-fondsen) tevreden zegt te zijn met het gebruik ervan.

Op de vraag hoe men het gebruik van elektronische communicatiemiddelen zich ziet ontwikkelen in de nabije toekomst en welke suggesties voor veranderingen men ziet wordt door een aantal ondernemingen geantwoord dat deze middelen, met name het live meestemmen op afstand, drempelverlagend zullen werken en de participatie van aandeelhouders zullen verhogen. Ook wordt geantwoord dat (institutionele) beleggers beter gemotiveerd hun stem zullen uitbrengen en dat dit de discussie in de AVA ten goede zal komen. Als aandachtspunt wordt genoemd de identificatie van de aandeelhouders.

### ***Beleggers***

Een ruime meerderheid van de beleggers meent dat met name het op afstand participeren en stemmen tijdens de vergadering de participatie op de AVA zal kunnen verhogen. Een belegger stelt dat volmachten niet van te voren bij de raad van bestuur bekend mogen zijn, zodat men vooraf de uitslag van de stemming al weet. Volmachten zouden moeten worden gedeponereerd bij de notaris. Deze belegger meent ook dat het bestuur niet actief volmachten zou mogen verwerven.

#### Vraag 4.4

##### Hebt u suggesties voor verbetering van de effectiviteit en de kwaliteit van de AVA?

| Antwoord  | Ondernemingen | Beleggers |
|---|---------------|-----------|
| Spreektijd beperken (tot aandeelhouders met bepaald percentage stemmen)         | 6             |           |
| Hogere participatie aandeelhouders  | 6             |           |
| Vragen vooraf stellen/schriftelijk afhandelen/ op website                       | 4             | 1         |
| Identificatie aandeelhouders  | 4             |           |
| Meer inhoudelijke discussie   | 4             |           |
| Motivering stemgedrag   | 2             |           |
| Hangt af van de voorzitter: beperken spreektijd, beantwoording per vraagpunt    | 2             | 1         |
| blokking van aandelen /registratiedatum   | 1             | 2         |
| AVA opsplitsen in discussie gedeelte en stemprocedure                           | 1             |           |
| Electronische communicatie bv conference call                                   | 1             |           |
| Benoeming leden rvc als afzonderlijke agendapunten                              | 1             |           |
| Split voting  | 1             |           |
| Stemplicht aandeelhouders met meer dan 1%                                       | 1             |           |
| Particuliere aandeelhouders op ander moment gelegenheid geven vragen te stellen |               | 1         |
| Uitkomsten proxy voting bij notaris deponeren                                   |               | 1         |
| Duidelijke agenda ruim op tijd versturen  |               | 1         |
| Vragen beter beantwoorden   |               | 1         |
| AVA's beter spreiden  |               | 1         |
| Discussies met milieuorganisaties buiten AVA                                    |               | 1         |
| Niet alleen stemmen tegen, maar ook stemmen vóór tellen                         |               | 1         |
| Standaard bandopname/webcast  |               | 1         |

#### **Ondernemingen**

Een aanzienlijk aantal ondernemingen heeft suggesties voor verbetering van de effectiviteit en de kwaliteit van de AVA. Meest genoemde suggesties zijn het beperken van de spreektijd, bijvoorbeeld tot aandeelhouders met een zeker percentage van de stemmen, en een hogere participatie van aandeelhouders. Ook het schriftelijk stellen en/of beantwoorden van vragen wordt door meerdere ondernemingen gesuggereerd. Twee ondernemingen zien in het beperken van de spreektijd of het afhandelen van de vragen de rol van de voorzitter als bepalend. Dit wordt ook door een belegger genoemd.

Een aantal ondernemingen ziet graag meer inhoudelijke discussie van betrokken aandeelhouders die gemotiveerd hun stem uitbrengen. Een respondent meent dat de AVA haar betekenis als

overlegorgaan verloren heeft, omdat aandeelhouders reeds vooraf hun stem hebben bepaald. Een ander meent dat de ruimte voor discussie beperkt is vanwege de voorwetenschapsregelgeving.

### **Beleggers**

Van beleggerszijde wordt de blokkering van aandelen twee keer als knelpunt genoemd (ook genoemd door een onderneming). Een belegger suggereert om niet uitsluitend stemmen tegen te tellen, maar ook de stemmen vóór en de onthoudingen. Een belegger (een andere dan de belegger die dit punt in het antwoord op de vorige vraag opbracht) meent dat de uitkomsten van proxy voting bij de notaris dienen te worden gedeponereerd, opdat het bestuur serieus antwoord geeft op vragen. Een andere belegger suggereert om particuliere aandeelhouders op andere momenten de gelegenheid te geven vragen te stellen, bijvoorbeeld door ze uit te nodigen voor analistenbijeenkomsten of een bedrijfsbezoek. Overige suggesties van beleggers zijn: het beter spreiden van de AVA's, het tijdig versturen van de agenda, betere beantwoording van vragen door raad van bestuur en de accountant, het voeren van discussies met milieuorganisaties buiten de vergadering en het standaard kunnen reproduceren van de vergadering (door middel van bandopname of webcast).

### **Vraag 4.5**

**Vindt u dat er meer of minder discussie op de AVA zou moeten plaatsvinden?**

#### **a. Over de strategie van de onderneming**

| <b>Antwoord</b>               | <b>Ondernemingen</b> | <b>Beleggers</b> |
|-------------------------------|----------------------|------------------|
| Meer                          | 11                   | 1                |
| Minder                        | 2                    |                  |
| Niet meer – niet minder       | 12                   |                  |
| Verschilt van geval tot geval | 2                    | 4                |
| Is aan de aandeelhouders      | 2                    |                  |
|                               | 29                   | 5                |

#### **b. Over het risicoprofiel en de risicobeheersing**

| <b>Antwoord</b>               | <b>Ondernemingen</b> | <b>Beleggers</b> |
|-------------------------------|----------------------|------------------|
| Meer                          | 10                   | 1                |
| Minder                        | 3                    |                  |
| Niet meer – niet minder       | 11                   |                  |
| Verschilt van geval tot geval | 2                    | 4                |
| Is aan de aandeelhouders      | 2                    |                  |
|                               | 28                   | 5                |

**c. Over het remuneratiebeleid**

| <b>Antwoord</b>                | <b>Ondernemingen</b> | <b>Beleggers</b> |
|--------------------------------|----------------------|------------------|
| Meer                           | 3                    |                  |
| Minder                         | 9                    |                  |
| Niet meer – niet minder        | 12                   | 1                |
| Verschildt van geval tot geval | 2                    | 4                |
| Is aan de aandeelhouders       | 2                    |                  |
|                                | 28                   | 5                |

***Ondernemingen***

Van de ondernemingen die op deze vraag geantwoord hebben, geeft ongeveer de helft aan dat er voldoende discussie plaatsvindt op de AVA over de strategie van de onderneming, het risicoprofiel en de risicobeheersing en het remuneratiebeleid, dan wel dat dit aan de aandeelhouders is. Een aanzienlijk deel van de respondenten geeft aan dat er meer discussie mag plaatsvinden over de strategie en het risicoprofiel. Vaak wordt genoemd dat de discussie thans beperkt is, vanwege het stemmen bij volmacht. Een klein aantal ondernemingen meent dat hierover minder discussie mag plaatsvinden. Deze ondernemingen achten discussie op de AVA niet zinvol, vanwege voorwetenschapsgevaar en vooraf bepaalde volmachten. Drie ondernemingen vinden dat er meer discussie mag plaatsvinden over het remuneratiebeleid. De aandacht in de pers voor dit onderwerp lijkt groter dan op de AVA, zo stelt een onderneming. Een groter aantal meent dat over het remuneratiebeleid minder mag worden gediscussieerd. Een onderneming vraagt begrip voor de internationale context, een ander meent dat de discussie minder over de hoogte en meer over de relatie tussen de prestaties en de beloning zou moeten gaan.

***Beleggers***

De meerderheid van de beleggers stelt dat van geval tot geval zal verschillen over welke onderwerpen op de AVA meer of minder zou moeten worden gediscussieerd. Een belegger meent dat meer over strategie en risicoprofiel gediscussieerd zou mogen worden. Over het remuneratiebeleid hoeft volgens deze belegger niet zozeer meer gediscussieerd te worden, maar de kwaliteit van de informatie hierover zou beter moeten. Een andere belegger antwoordt in het algemeen dat deze vragen nadrukkelijker in het jaarverslag zouden moeten worden besproken. Twee beleggers menen dat niet alleen over deze onderwerpen gediscussieerd zou moeten worden, maar dat aandeelhouders over majeure afwijkingen van de Code moeten kunnen stemmen.

#### Vraag 4.6

Vindt u dat aandeelhouders in de AVA voldoende gelegenheid krijgen zich uit te spreken?

| Antwoord            | Ondernemingen | Beleggers |
|---------------------|---------------|-----------|
| Ja                  | 32            | 3         |
| Nee                 |               | 2         |
| Niet van toepassing |               | 1         |
|                     | 32            | 6         |

#### Vraag 4.7

Vindt u dat aandeelhouders in de AVA voldoende antwoord krijgen op hun vragen?

| Antwoord              | Ondernemingen | Beleggers |
|-----------------------|---------------|-----------|
| Ja                    | 31            |           |
| Nee                   | 1             | 4         |
| Hangt af van de vraag |               | 1         |
| Niet van toepassing   |               | 1         |
|                       | 32            | 6         |

#### **Ondernemingen**

Vrijwel alle ondernemingen geven aan dat aandeelhouders in de AVA voldoende gelegenheid krijgen zich uit te spreken en – voor zover mogelijk - voldoende antwoord krijgen op hun vragen. Een respondent stelt dat aandeelhouders weliswaar niet altijd voldoende antwoord krijgen, maar deze meent dat ze zelf ook niet voldoende doorvragen.

#### **Beleggers**

De helft van de beleggers meent dat aandeelhouders in het algemeen voldoende spreektijd krijgen, één meent soms zelfs teveel. Een belegger vraagt om strakkere regie door de voorzitter. Een andere belegger antwoordt juist dat voorzitter vaak probeert de spreektijd te beperken en dat belangrijke onderwerpen vaak pas laat in de vergadering worden behandeld. Een belegger (een andere dan de belegger die dit punt opbrengt bij de vorige vraag) meent dat het veel te weinig voorkomt dat aandeelhouders kunnen stemmen over afwijkingen van de Code. Een andere belegger woont in beginsel vergaderingen niet zelf bij.

De meeste beleggers geven aan dat aandeelhouders niet altijd voldoende antwoord krijgen op hun vragen. Er worden ontwijkende antwoorden gegeven en zelden toezeggingen gedaan in de AVA. Een belegger stelt dat het afhangt van de vraag en dat sommige antwoorden uitwerking nodig hebben. Een andere belegger stelt dat aandeelhouders voor zichzelf moeten opkomen als zij vinden dat de antwoorden niet bevredigend zijn.

#### Vraag 4.8

**Acht u het een verbetering als aandeelhouders worden uitgenodigd om tijdig voorafgaand aan de AVA schriftelijk vragen te stellen, opdat deze in de AVA gedegen kunnen worden beantwoord?**

| Antwoord              | Ondernemingen | Beleggers |
|-----------------------|---------------|-----------|
| Ja                    | 19            | 3         |
| Nee                   | 5             |           |
| Hangt af van de vraag |               | 2         |
| Geen mening/neutraal  | 4             | 1         |
|                       | 28            | 6         |

#### **Ondernemingen**

Een ruime meerderheid van de ondernemingen acht het een verbetering als aandeelhouders worden uitgenodigd om tijdig voorafgaand aan de AVA schriftelijk vragen te stellen, opdat deze in de AVA gedegen kunnen worden beantwoord. Vijf ondernemingen geven aan dat dit reeds het geval is. Een respondent geeft aan dat het de effectiviteit en efficiency van de AVA verhoogt, anderen melden dat van de mogelijkheid nauwelijks gebruik wordt gemaakt.

Het vooraf stellen en/of beantwoorden van vragen wordt door een aantal respondenten aan voorwaarden gekoppeld (mits aandeelhouders kunnen worden geïdentificeerd, mits de vragen niet nogmaals mondeling worden gesteld, mits van voldoende niveau, mits aandeelhouders aanwezig zijn en bereid te discussiëren, mits het tijdsbeslag proportioneel is). Voorkomen zou volgens een respondent moeten worden dat het bestuur wordt overspoeld door vragen. Ook wordt genoemd dat dit ten koste zou kunnen gaan van de dynamiek en de dialoog in de AVA. Als voordelen worden voorts genoemd dat het proces beter gestroomlijnd wordt en dat het de kwaliteit van de antwoorden ten goede komt. Een onderneming geeft aan dat in de praktijk de aandeelhouders niet wachten tot de AVA voordat ze met vragen komen. Een andere onderneming stelt dat het management in staat moet zijn om in de vergadering alle vragen te beantwoorden.

#### **Beleggers**

De helft van de beleggers is een voorstander van het schriftelijk afhandelen van de vragen. Een aantal beleggers dient al schriftelijk vragen in. Het schriftelijk afhandelen van vragen zou volgens sommigen geen verplichting moeten zijn. Twee andere beleggers menen dat het van de vraag afhangt of het schriftelijk vragen stellen een verbetering is.

## **5. Institutionele beleggers**

In dit onderdeel wordt stilgestaan bij het gedrag van institutionele beleggers. Vragen als zijn institutionele beleggers transparant over de naleving van de Code Tabaksblat en hoe stellen deze beleggers zich op richting het bestuur komen aan de orde.

### Vraag 5.1

Vindt u dat institutionele beleggers voldoende helderheid verschaffen over hun naleving van de Code?

| Antwoord                                  | Ondernemingen | Beleggers |
|---|---------------|-----------|
| Ja  | 3             | 3         |
| Nee                                       | 8             | 1         |
| Onvoldoende inzicht                       | 7             |           |
| Geen mening                               | 7             |           |
| Dat verschilt per institutionele belegger | 2             | 2         |
|   | 27            | 6         |

#### **Ondernemingen**

Er zijn weinig ondernemingen die op bovenstaande vraag 'Ja' antwoorden. Bijna een derde van de respondenten geeft aan dat institutionele beleggers geen voldoende helderheid verschaffen over de naleving van de Code. De helft van de ondernemingen beschikt over onvoldoende inzicht op dit terrein om deze vraag te kunnen beantwoorden of heeft over deze kwestie geen mening.

Een aantal ondernemingen tekent aan dat de naleving van de Code niet van toepassing is op buitenlandse institutionele beleggers. Deze beleggers vertegenwoordigen de grootste groep aandeelhouders in Nederlandse ondernemingen. In het verlengde hiervan bestaat twijfel over het praktisch nut van het naleven van de Code door Nederlandse ondernemingen.

#### **Beleggers**

Twee beleggers antwoorden dat zijzelf voldoende transparantie betrachten over hun naleving van de Code. Twee andere beleggers erkennen dat in het algemeen het transparantieniveau onder institutionele beleggers sterk wisselt en dat er ruimte is voor aanzienlijke verbeteringen op dit punt. Een belegger meent dat slechts een beperkt aantal institutionele beleggers verantwoording aflegt over het stembeleid. Deze belegger stelt dat de samenloop van rollen bij institutionele beleggers die ook andere financiële belangen bij ondernemingen hebben hun bereidheid om transparant te zijn negatief beïnvloedt.

### Vraag 5.2

Vindt u dat institutionele beleggers voldoende helderheid verschaffen over hun stembeleid?

| Antwoord  | Ondernemingen | Beleggers |
|---|---------------|-----------|
| Ja  | 3             | 3         |
| Nee   | 13            | 1         |
| Afhankelijk van IB'er   | 4             | 2         |
| Geen mening   | 3             |           |
| Het geven van helderheid neemt toe, het is een kwestie van tijd | 2             |           |
|   | 25            | 6         |

In de code wordt gesteld dat institutionele beleggers helderheid dienen te verschaffen over hun stembeleid. Vraag 5.2 is een vervolgvraag op vraag 5.1.

#### **Ondernemingen**

De strekking van de antwoorden lopen niet ver uiteen. Een aantal respondenten geeft op deze vraag als antwoord dat de mate van verstrekte helderheid afhangt van de institutionele belegger. Een aantal anderen geeft aan het niet noodzakelijk te vinden dat institutionele beleggers helderheid verschaffen over hun stembeleid aangezien de meeste van hen toch niet stemmen.

#### **Beleggers**

Zie toelichting op vraag 5.1.

### Vraag 5.3

Vindt u dat institutionele beleggers zich een voldoende oordeel vormen omtrent de redengeving van elk van de afwijkingen van de Codebepalingen?

| Antwoord                         | Ondernemingen | Beleggers |
|----------------------------------|---------------|-----------|
| Ja                               | 4             |           |
| Nee                              | 4             |           |
| Geen mening                      | 7             | 1         |
| Redengeving te summier           |               | 3         |
| Leerproces                       |               | 1         |
| Niet bekend/ onvoldoende inzicht | 9             |           |
|                                  | 24            | 5         |

#### **Ondernemingen**

Beantwoording van deze vraag is als gevolg van de vraagstelling enigszins diffuus. Enerzijds zijn er ondernemingen die bij de beantwoording refereren aan afwijkingen van codebepalingen die betrekking hebben op institutionele beleggers. Anderzijds wordt gerefereerd aan de reactie van institutionele beleggers op afwijkingen van de code door ondernemingen.

In de antwoorden die betrekking hebben op de redengeving van afwijking van Codebepalingen die betrekking hebben op institutionele beleggers, wordt vaak aangegeven dat het voor ondernemingen niet te beoordelen is in welke mate en op welke wijze dit geschiedt.

Voor wat betreft de reactie van institutionele beleggers op afwijkingen van de Code door ondernemingen wordt in gevallen gesteld dat:

- Sommige institutionele beleggers een uitgelegde afwijking van de code beschouwen als niet voldoen.
- Institutionele beleggers een tendens hebben tot het afvinken van individuele codebepalingen. Deze reactie wordt meermaals gegeven.

### **Beleggers**

Beleggers refereren in de regel naar de toepassing van de code door ondernemingen. Een meerderheid van de beleggers meent dat de motivering van de afwijking vaak te summier is of niet steekhoudend. Twee beleggers geven aan dat majeure afwijkingen ter stemming aan de aandeelhouders dienen te worden voorgelegd.

### **Vraag 5.4**

**Hoe beoordeelt u de kwaliteit van de dialoog van vennootschappen met institutionele beleggers?**

| <b>Antwoord</b>        | <b>Ondernemingen</b> | <b>Beleggers</b> |
|------------------------|----------------------|------------------|
| Goed                   | 18                   | 1                |
| Slecht                 |                      |                  |
| Wisselend              |                      | 3                |
| Neutraal               | 8                    | 1                |
| Dialoog is onwenselijk |                      | 1                |
|                        | 23                   | 6                |

**Maakt het daarbij verschil of er sprake is van Nederlandse of buitenlandse vennootschappen of institutionele beleggers?**

| Antwoord    | Ondernemingen | Beleggers |
|-------------|---------------|-----------|
| Ja          | 12            | 2         |
| Nee         | 8             | 1         |
| Geen mening | 1             | 3         |
|             | 21            | 5         |

**Indien ja, welke zijn de verschillen?**

| Antwoorden van Ondernemingen  | Aantal |
|---|--------|
| Buitenlandse IB'ers zijn professioneler/stellen betere vragen/zijn beter voorbereid   | 5      |
| Nederlandse aandeelhouders zijn terughoudender over het aandelenbezit en gebruiken vaak een intermediair die woordvoering doet                                  | 2      |
| Nederlandse IB'ers stemmen veel met elkaar af en kijken naar voor wat voor NL passend is. Ongeacht het feit of het gaat om internationale ondernemingen of niet | 1      |
| Buitenlandse beleggers zijn agressiever   | 1      |
| Nederlandse IB'ers zijn beter bekend met de NL-se situatie. Voor buitenlandse IB'ers zijn NL-se regels en tradities niet vanzelfsprekend                        | 3      |

| Antwoorden van beleggers   | Aantal |
|--|--------|
| Een meer ingeburgerde overlegtraditie leidt tot meer openheid en zinvolle discussie                              | 1      |
| Sommige Nederlandse beleggers voelen zich extra verantwoordelijk voor beleggingen in Nederlandse vennootschappen | 1      |

**Beleggers**

Twee beleggers geven aan dat de kwaliteit van de dialoog met Nederlandse vennootschappen wisselt. Sommige lijken aandeelhouders niet serieus te nemen. Een van hen meent wel dat de kwaliteit de laatste jaren sterk is verbeterd. Deze beoordeelt de kwaliteit van de dialoog buiten de AVA als vruchtbaarder dan die in de AVA. Een belegger is goed te spreken over de kwaliteit van de dialoog. Een andere belegger meent dat een dialoog tussen de onderneming en individuele aandeelhouders zoveel mogelijk moet worden vermeden.

**Vraag 5.5**

**Waar kunnen Nederlandse vennootschappen en institutionele beleggers leren van hun buitenlandse tegenhangers?**

| Antwoord   | Ondernemingen | Beleggers |
|--|---------------|-----------|
| Professionaliteit  | 6             |           |
| Vorbereiding   | 3             |           |
| Minder defensieve opstelling bij contacten met beleggers |               | 2         |
| Meer raadpleging van beleggers                           |               | 1         |
| Afhankelijk van de IB'er in kwestie                      | 3             |           |
| Nederlandse IB'ers zouden vaker moeten stemmen           | 1             |           |
| Meer transparantie en verantwoording door IB'ers         |               | 2         |
| Onbekend / geen oordeel                                  | 3             | 1         |
|  | 16            | 6         |

**Wat doen Nederlandse vennootschappen en institutionele beleggers juist beter dan buitenlandse?**

| Antwoord                               | Ondernemingen | Beleggers |
|--|---------------|-----------|
| LT-visie                               | 1             |           |
| Ze gaan naar de AVA                    |               | 1         |
| Transparantie in het kader van stemmen |               |           |
| Afhankelijk van de IB'er in kwestie    | 3             |           |
| Onbekend/ geen oordeel                 | 2             | 5         |
|  | 6             | 6         |

***Ondernemingen***

De antwoorden op de vragen 5.4 en 5.5 worden niet of slechts deels door alle respondenten beantwoord. Op de vraag of de herkomst van de aandeelhouder verschil maakt voor de kwaliteit van de dialoog wordt verdeeld gereageerd. Een kleine meerderheid is van mening dat dit wel het geval is. Een bijna zo even grote groep vindt dat niet.

Opvallend is dat uit de gegeven antwoorden blijkt dat door ondernemingen buitenlandse aandeelhouders niet als vervelend worden bestempeld. Het beeld over deze beleggers in de media lijkt wel in deze richting te wijzen.

De antwoorden op de vragen inzake een kwaliteitsoordeel over institutionele beleggers (wat kunnen Nederlandse institutionele beleggers leren van buitenlandse institutionele beleggers? En omgekeerd?) duiden vaak in de richting van dat dit per institutionele belegger verschilt. Voor de Nederlandse beleggers geldt dat zij op de punten van professionaliteit en voorbereiding kunnen leren van buitenlandse beleggers.

***Beleggers***

Twee beleggers geven aan dat Nederlandse beleggers kunnen leren van buitenlandse beleggers op het gebied van transparantie en verantwoording. Een belegger antwoordt dat sommige ondernemingen nog niet gewend lijken te zijn om met actieve aandeelhouders om te gaan. Op den duur zal volgens deze belegger een nieuwe balans gevonden worden waarbij transparantie en rekenschap aan de institutionele beleggers een vanzelfsprekendheid is.

Volgens een andere belegger kunnen Nederlandse ondernemingen leren van ondernemingen uit het VK, waar steeds vaker consultaties plaatsvinden over controversiële onderwerpen in een informele setting. Deze belegger geeft tevens aan dat sommige Nederlandse vennootschappen nog de juiste balans moeten vinden tussen medezeggenschap van de aandeelhouders en de beslissingsbevoegdheid van de directie.

## **6. Beschermingsconstructies en de governance van administratiekantoren**

### Vraag 6.1

**Heeft de wijze waarop vennootschappen zich hebben beschermd naar uw indruk invloed op de dialoog met aandeelhouders of op de discussie in de AVA?**

| Antwoord                                      | Ondernemingen | Beleggers |
|---|---------------|-----------|
| Ja  | 5             | 6         |
| Nee   | 16            |           |
| Hangt af van motivatie aandeelhouders         | 2             |           |
| Hangt af van de prestaties van de onderneming | 1             |           |
| Geen mening                                   | 3             |           |
| Nvt   | 5             |           |
|   | 32            | 6         |

#### ***Ondernemingen***

Een meerderheid van de ondernemingen meent dat de wijze waarop vennootschappen zich hebben beschermd geen invloed heeft op de dialoog met aandeelhouders of op de discussie in de AVA. Een aantal ondernemingen meent dat dit wel (beperkte) invloed heeft. Een onderneming stelt dat als er beschermingsconstructies zijn de discussie vaak alleen daarover gaat. Alhoewel certificering door enkele ondernemingen niet als beschermingsconstructie wordt aangemerkt, wordt daarover op de AVA wel gediscussieerd, aldus deze ondernemingen. Een onderneming noemt dat het niet zozeer van invloed is op de dialoog, wel op de interesse van beleggers. Zonder zeggenschap wordt een discussie met aandeelhouders niet zinvol geacht. Een ander geeft aan dat als de prestaties van de onderneming goed zijn, aandeelhouders niet discussiëren over bescherming.

#### ***Beleggers***

Alle beleggers menen dat beschermingsconstructies een nadelige invloed hebben op de dialoog met aandeelhouders of op de discussie in de AVA. Een aantal beleggers noemt met name certificering, omdat het stemrecht wordt uitgeoefend door het administratiekantoor. Een andere belegger stelt dat beschermingsconstructies niet zouden moeten worden gebruikt om de reguliere en constructieve dialoog met aandeelhouders te frustreren. Een derde belegger antwoordt dat bestuurders met een goede grondhouding eerder geneigd zijn tot dialoog en vanuit dezelfde grondhouding doorgaans ook minder beschermingsconstructies hanteren. Een andere belegger noemt goed management de beste bescherming.

### Vraag 6.2

Indien van toepassing: hoe beoordeelt u de kwaliteit van de dialoog tussen het administratiekantoor en de vennootschap, resp. de certificaathouders?

| Antwoord              | Ondernemingen | Beleggers |
|-----------------------|---------------|-----------|
| Goed                  | 10            |           |
| Recentelijk verbeterd |               | 3         |
| Slecht/ onvoldoende   |               | 1         |
| Varieert              |               | 1         |
| Nvt/geen mening       | 20            | 1         |
|                       | 30            | 6         |

#### **Ondernemingen**

Door alle ondernemingen die aangeven met een administratiekantoor te werken wordt de kwaliteit van de dialoog tussen het administratiekantoor en de vennootschap als goed beoordeeld.

#### **Beleggers**

De helft van de beleggers meent dat de kwaliteit recentelijk is verbeterd, mede onder invloed van de Code. De informatieverschaffing laat volgens een aantal beleggers nog wel te wensen over: er worden geen notulen beschikbaar gesteld aan certificaathouders en ook niet altijd vragen adequaat beantwoord door het bestuur van het administratiekantoor.

### Vraag 6.3

Indien van toepassing: Handelt het bestuur van het administratiekantoor naar uw indruk primair in het belang van de vennootschap of in het belang van de certificaathouders?

| Antwoord          | Ondernemingen | Beleggers |
|-------------------|---------------|-----------|
| Vennootschap      | 3             | 3         |
| Certificaathouder | 4             |           |
| Beide             | 3             |           |
| Wisselt           |               | 2         |
| Nvt               | 20            |           |
|                   | 30            | 5         |

#### **Ondernemingen**

Op de vraag of het bestuur primair in het belang van de vennootschap of in het belang van de certificaathouders, noemen vier ondernemingen het belang van de certificaathouder, drie ondernemingen het belang van de vennootschap (incl. dat van de overige betrokkenen) en drie noemen beide.

### ***Beleggers***

Een aantal beleggers antwoordt dat het bestaan van administratiekantoren onwenselijk is. Eén van hen stelt dat alleen in uitzonderlijke omstandigheden een administratiekantoor nog te rechtvaardigen is, bijvoorbeeld het voorkomen van besluitvorming door toevallige meerderheden bij een lage opkomst, of als instrument bij financieringsprefs. De meeste beleggers antwoorden dat het belang van de certificaathouder voorop zou moeten staan, maar menen dat dit niet steeds het geval is. Een belegger antwoordt dat het administratiekantoren normaal gesproken handelen in het belang van de certificaathouders, behalve in geval van een conflict. Dan kan zich volgens deze belegger een wezenlijk belangenconflict voordoen ten nadele van de certificaathouder. Een andere belegger meldt dat de samenstelling van de besturen van administratiekantoren in de regel niet is gewijzigd, terwijl nu wel primair in het belang van de certificaathouder dient te worden gehandeld.

\*\*\*